

LE
REDRESSEMENT FINANCIER
FRANÇAIS

EN 1926 ET 1927

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC POUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera présenté et soutenu le 3 Mars 1928, à 2 heures

PAR

Pierre MENDÈS-FRANCE

Diplômé de l'Ecole des Sciences Politiques
Avocat à la Cour d'Appel.

Président : M. W. OUALID, professeur
Suffragants { MM. ALLIX, professeur
LESCURE, professeur

PARIS

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT & DE JURISPRUDENCE

Ancienne Librairie Chevalier-Marescq et C^{ie} et ancienne Librairie F. Pichon réunies

R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS, ADMINISTRATEURS

Librairie du Conseil d'État et de la Société de Législation comparée

20, RUE SOUFFLOT (5^e ARR¹)

1928

LE
REDRESSEMENT FINANCIER FRANÇAIS
EN 1926 ET 1927

LE
REDRESSEMENT FINANCIER
FRANÇAIS

EN 1926 ET 1927

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC POUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera présenté et soutenu le 3 Mars 1928, à 2 heures

PAR

Pierre MENDES-FRANCE

Diplômé de l'Ecole des Sciences Politiques
Avocat à la Cour d'Appel.

Président : M. W. OUALID, *professeur*
Suffragants { MM. ALLIX, *professeur*
LESCURE, *professeur*

PARIS

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT & DE JURISPRUDENCE

Ancienne Librairie Chevalier-Marescq et C^{ie} et ancienne Librairie F. Pichon réunies

R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS, ADMINISTRATEURS

Librairie du Conseil d'État et de la Société de Législation comparée

20, RUE SOUFFLOT (5^e ARR¹)

1928

**La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les
thèses ; ces opinions doivent être considérées
comme propres à leurs auteurs.**



DOCUMENTATION

I. — Documents

CLÉMENTEL, *Inventaire de la Situation financière de la France, au début de la treizième législature* (décembre 1924).

Rapport des Experts.

Rapport de la Banque de France à l'assemblée des Actionnaires, 27 janvier 1927.

Journal officiel. Lois et décrets. Débats parlementaires.

CHAPPEDELAINE, *Rapports parlementaires.*

PALMADE, *Rapports parlementaires.*

LAMOUREUX, *Rapports parlementaires.*

CHÉRON, *Rapports parlementaires.*

II. — Journaux, Revues et Périodiques

Bulletin du Ministère du Travail, 1926-1927.

Le Pour et le Contre, 1926-1927.

L'Usine, 1926-1927.

L'Europe Nouvelle, 1923 à 1928.

Revue de Science et de Législation financières, 1926-1927.

Le Temps ; le Temps Economique, 1926-1927-1928.

Le Capital, 1926-1927.

Revue d'Economie politique, 1926-1927.

Bulletin de la Banque Nationale Française du Commerce extérieur, 1926-1927.

III. — Articles, Brochures et Ouvrages divers

NOGARO, *L'Amortissement en pratique*, l'Action Nationale, décembre 1925.

JÈZE, *Cours de Finances publiques*, 1925-1926 ; Articles dans le *Progrès Civique* et le *Journal des Finances*, 1925-1928.

- OUALID, Articles dans *l'Europe Nouvelle* et le *Journal des Finances*, 1923-1928.
- RIST, *La Déflation en pratique*, 1926 ; *Aflation Monnaie*, prix et change.
- LESCURE, *Comment équilibrer le budget*.
- Germain MARTIN, *Un an de politique financière*, juillet 1927, Chroniques hebdomadaires du *Journal des Débats*.
- Georges BONNET, *Les Finances de la France*.
- MIRIMONDE, *Comment gérer sa fortune*.
- Fr. JENNY, Articles dans le *Temps Economique*, 1926-1927.
- CAILLAUX, *Où va la France ? Où va l'Europe ? ; Ma Doctrine* ; Article dans *The Banker*, janvier 1927 ; Discours, 1927.
- LEMONTIER, Articles dans le *Bulletin de l'Association des porteurs de rentes françaises*, 1926-1927.
- G.-E. BONNET, *Les Expériences Monétaires récentes*, 1927.
- CHAMINADE, *L'Expérience financière de M. Poincaré*, 1927.
- ANONYME, *L'Expérience financière de M. Poincaré*. Réponse à M. Moscovsky, dit Chaminade.
- Marc DE VALETTE, *Stabilisation de la valeur de la monnaie*.
- SIMONIN, Articles dans *l'Impartial Français*, 1926-1927.
- GUEBHARDT, *Les Conséquences économiques de la guerre*, 1921.
- MOULTON et Cleona LEWIS, *La Dette Française*, 1924.
- Léon BLUM, Articles dans le *Populaire*, 22, 23, 25 août, 20, 21 novembre 1927.
-

AVANT-PROPOS

Au moment où la stabilisation légale du franc devient de plus en plus, non pas une probabilité mais une certitude, nous avons cru intéressant de résumer en un travail sommaire, les étapes principales qui ont permis d'atteindre ce but.

Nous n'ignorons pas les difficultés auxquelles nous allons nous heurter. Sur plus d'un point la documentation suffisante manque encore. Des explications contradictoires sont fournies souvent sur des problèmes importants. La passion politique a pu déformer aussi parfois des informations mêmes essentielles.

Cependant, nous avons cru pouvoir faire œuvre utile en résumant et en coordonnant les renseignements que nous avons pu réunir.

La France est divisée sur la véritable valeur de l'œuvre financière du Gouvernement présidé par M. Poincaré. Ce sont les éléments d'une réponse à cette question que nous avons voulu résumer ici ; en un pareil domaine l'honnêteté doit être de règle et l'auteur a voulu, avant tout, faire un travail vrai, consciencieux, d'où soient bannis tout préjugé, toute

opinion préconçue. Ceci n'est donc ni une apologie ni un réquisitoire, c'est plus et c'est mieux : c'est un bilan.

L'ensemble des mesures prises par M. Poincaré a été reconstitué ici dans un ordre logique ; et certes une incontestable impression de solidité, de dextérité technique émane de ces mesures. L'œuvre est cohérente, bien liée, bien conduite, elle tend vers un but fixé d'avance, de plus en plus proche, atteint enfin — car on peut considérer comme possible dès maintenant cette stabilisation monétaire que le pays attend du cabinet actuel.

Avec la modestie que donne l'étude des grandes questions nationales, nous serions heureux cependant d'avoir pu présenter un tableau objectif de ce que fut la vie économique de notre pays, depuis dix-huit mois.

Les résultats originaux de M. Poincaré gravitent autour d'un point essentiel : la revalorisation partielle du franc. Elle a eu lieu après une période de calme monétaire (3^e trimestre 1926) à la fin de l'année 1926 (4^e trimestre). Nous aurons à examiner successivement ces deux temps de l'œuvre cambiste du ministère. Après quoi les conséquences de cette revalorisation partielle devront retenir notre attention, conséquences en ce qui concerne la trésorerie et le passif de l'Etat, conséquences en ce qui concerne l'activité économique du pays, conséquences directes ou indirectes en ce qui concerne la politique budgétaire. C'est dans ce dernier domaine que s'exprimeront à la fois nos critiques les plus vives et nos craintes les plus fondées.

Auparavant on nous permettra quelques pages pour situer dans son milieu, dans son atmosphère, le travail de M. Poincaré. Nous ne pouvons mieux le faire qu'en résumant en un raccourci schématique ce que furent les finances françaises depuis 1914. Ainsi seront retracées et l'origine de nos difficultés, et la façon dont elles se présentaient à l'arrivée de M. Poincaré.

Tel sera notre plan. Nous allons immédiatement en entamer l'étude.

HISTORIQUE

SOMMAIRE. — Nos finances pendant la guerre. — La politique d'après-guerre. L'expérience de 1924-1925. — Les inflations de 1925. Le second ministère Herriot.

I

L'origine de nos difficultés financières réside dans les conséquences de la guerre. Il nous arrivera sans doute dans le cours de ce travail de juger avec quelque sévérité nos ministres des finances ; nous dirons aussi combien leur inexpérience fut préjudiciable à la gestion de nos affaires. Indiquons de suite que leur tâche fut surhumaine et que le legs de la guerre fut tel que leurs erreurs restent, pour une grande part, excusables.

La guerre fut, en effet, au point de vue qui nous intéresse ici, un événement considérable dont les conséquences ont commandé l'histoire économique de ces dernières années, de même qu'elles régiront longtemps encore la situation financière de l'Europe.

Pour fixer les idées, posons ici quelques chiffres.

Les budgets français d'autrefois étaient sensiblement en équilibre. Arrive 1914 ; dès lors, les dépenses s'accroissent dans des proportions inouïes. Tandis que les recettes s'amenuisent (si l'on tient compte de la chute de la valeur de la monnaie), la plupart des

contribuables étant mobilisés et dix de nos départements étant envahis. De là, des déficits budgétaires chroniques (1).

(En milliards)

Années	Recettes	Total des crédits ouverts pour les dépenses	Déficit
1914	4 2	10 4	6 2
1915	4 1	22 1	18
1916	4 9	36 8	31 9
1917	6 2	44 7	38 5
1918	6 8	56 6	49 8

On assiste donc dans la période envisagée à des déficits croissants dont le total peut être évalué à 150 milliards de francs environ.

Comment s'est-on, dès lors, procuré l'argent nécessaire pour faire face aux dépenses ? Par l'emprunt.

Emprunts à long terme.....	54 milliards.
Bons ou obligations de la Défense Nationale	36 —
Emprunts extérieurs.....	30 milliards (or).
Avances directes ou indirectes de la Banque de France et de la Banque d'Algérie	27 —
TOTAL.....	147 milliards.

L'opinion publique, légitimement préoccupée de questions plus urgentes mais non pas plus graves,

(1) *Inventaire de la situation financière de la France au début de la treizième législature (décembre 1924).*

accablée par les soucis pressants de la Défense Nationale ne vit point les inconvénients de la paresse financière.

Mais au lendemain de la guerre un observateur impartial qui aurait dressé le bilan de notre situation, qui aurait visité nos dix départements en ruines, chiffré le coût du million (1) de pensionnés civils ou militaires à la charge de l'Etat, chiffré aussi la dette publique (32 milliards $\frac{1}{2}$ (2) avant la guerre) brusquement accrue de 150 milliards dont 70 environ à court terme et faisant peser sur le budget une charge d'arrérages écrasante : celui-là aurait sans doute indiqué que l'heure était venue d'une politique sérieuse de restrictions et de production, d'efforts et de ménagements.

Au surplus, nos alliés qui avaient jusque-là soutenu généreusement le franc (en 1918 la moyenne du dollar était encore de 5,61 — pair 5, 18 — et celle de la livre 26,74 — pair 25,22) l'abandonnèrent à son sort en 1919. Il n'y avait pas de temps à perdre. C'était l'occasion ou jamais de faire une politique financière sérieuse et prudente.

II

En avril 1920, la livre dépassait le cours de 66 francs et le Dollar celui de 16 francs. Ces cours inconnus jusque-là auraient dû attirer l'attention de nos ministres des Finances. Il leur appartenait de manifester par des mesures énergiques qu'ils voulaient faire une

(1) 712.000 dans le budget de 1923.

(2) *Inventaire*.

politique correcte, qu'ils voulaient équilibrer le budget en refrénant le gaspillage, en réduisant les dépenses (par des économies) et en augmentant les recettes (par des impôts) ; qu'ils voulaient non seulement cesser toute émission de papier-monnaie mais encore mettre fin aux emprunts pour pouvoir alléger progressivement le poids des arrérages et provoquer la confiance des créanciers de l'Etat.

En fait, les solutions paresseuses ont prévalu. Les budgets continuèrent à se solder par des déficits (1).

(En milliards)

	1919	1920	1921	1922	1923	1924 Prévisions de l'Inventaire
Dépenses....	33.345	39.523	35.603	34.386	32.583	31.861
Recettes.....	11.586	20.130	22.840	22.903	24.200	27.708
Excédent des dépenses	21.759	19.393	12.763	11.483	8.383	4.153

Encore les chiffres de ce tableau sont-ils insuffisants pour faire apparaître l'ensemble du déséquilibre puisque des budgets spéciaux et des dépenses extrabudgétaires grossissaient chaque année le montant réel du déficit.

(1) *Inventaire*. M. Poincaré a indiqué à la tribune de la Chambre des Députés que le budget de 1925 fut le premier de nos budgets d'après-guerre en équilibre.

Considérons, par exemple, l'année 1924 :

Calculons les dépenses :

Les crédits budgétaires et concessions votés par le Parlement s'élèvent à 40 milliards 893 millions (1).

Mais il faut rectifier ainsi ce chiffre.

En moins :

Crédits annulés (en millions).....	104
Report sur l'année 1925.....	697

Dépenses extrabudgétaires (en plus) :

Crédit National.....	2.064
Supplément de titres remis aux sinistrés (2).	790
Amortissement de la dette extérieure.....	1.200
Avances aux chemins de fer.....	667
Supplément d'intérêts dus à la Banque de France (2).....	696
	+5.417 — 801

Notre chiffre de 40.983 millions se trouve ainsi porté à 45.508 millions. Ecrivons en regard les recettes de l'exercice 1924 (non compris les sommes produites par les emprunts).

Somme totale encaissée au 27 janvier 1925 (3).....	27.593,2
Sommes recouvrées après cette date, environ (3)....	1.200
Budget recouvrable.....	233
	29.026,2

(1) *J. O.* (lois et décrets) du 9 avril 1925, page 3646.

(2) En plus des sommes inscrites au budget.

(3) *Documents parlementaires*, Sénat, 1925, pages 10, 11.
Rapport de M. Béranger.

Déficit de l'exercice 1924 :

$$45.508 - 29.026,2 = 16.482 \text{ millions.}$$

Nous nous excusons de ces calculs ; il convenait de montrer par un exemple précis ce que fut la gestion de nos finances d'après guerre : elle se résume en deux mots : déficit persistant. D'après l'*Inventaire*, la somme des déficits pour les années 1919-1924 est de 75 milliards environ. Il nous semble que le chiffre réel est de beaucoup supérieur.

A l'étranger, on a été très sévère pour juger nos méthodes de comptabilité.

Le livre de MM. Moulton et Lewis sur *La dette française* est suggestif à cet égard. Un anglais dont les opinions en matière financière font autorité en Grande-Bretagne, The Hon. Georges Peel, dans un article de l'*Edinburgh Review* du mois de mai 1926, écrit justement : « Le besoin primordial des finances de l'Etat français est la clarté des comptes ; on devrait déchirer le voile qui sert à dissimuler tant de dépenses supplémentaires ; qu'on révèle tout, sans rien garder de secret. C'est la base de toutes les autres réformes ».

En Angleterre une politique « d'équilibre budgétaire coûte que coûte » fut instaurée après la guerre. Le Chancelier de l'Echiquier, Austen Chamberlain, déclarait, dès 1919, que l'équilibre des budgets futurs était assuré.

Nos ministres préférèrent suivre l'exemple allemand que l'exemple anglais.

Déficit chronique. Pour payer on empruntait : « Politique qui consistait à se réserver le bénéfice de

l'émission en laissant à d'autres la charge de l'échéance », politique incorrecte, politique dangereuse, politique à courte vue, tout le monde en convient aujourd'hui. A l'époque, au contraire, hélas ! personne ne voyait clair. L'inflation de papier, l'inflation de crédit, la chute de notre devise créaient une prospérité factive qui aveuglait tout le monde. « La reconstruction et l'expansion industrielle en France ont été accomplis non pas en dépit d'une situation financière malsaine, mais grâce à une véritable débauche de crédit et d'inflation », écrivent MM. Moulton et Lewis (1).

Ce sont donc les opérations de crédit, les emprunts, qui constituent les caractéristiques de cette gestion. Le passif devint tel que de nombreux publicistes affirment aujourd'hui qu'il est impossible de le rembourser (2).

Tentons de chiffrer la dette nouvelle.

En 1924, la dette publique française se chiffre ainsi :

Dette extérieure politique	30	milliards de francs or.
Dette extérieure commerciale ..	5	— — —
TOTAL....	35	milliards de francs (3).
Dette intérieure.....	277	milliards de francs papier (3).

(1) *La Dette Française*, page 161.

(2) Voir, par exemple, SIMONIN, *l'Impartial Français*, 17 juin 1926.

(3) *Inventaire*. Nous donnons hors-texte le tableau des émissions françaises d'après la guerre, d'après le rapport de M. Daussat, député, sur le budget du Ministère des Finances de 1926.

Les émissions de l'Etat depuis la guerre

I. — BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE.

Désignation	Emission	Rembour- sement	Circu- lation	Charge annuelle
Opérations antérieures au	(en millions de francs)			
31 Décembre 1923....	611.323	556.600	54.723	2.572
31 Janvier 1924.....	7.586	7.420	54.889	2.579
20 Février 1924.....	6.173	6.980	54.682	2.570
31 Mars 1924.....	7.662	7.822	54.552	2.564
30 Avril 1924.....	7.855	6.183	56.194	2.641
31 Mai 1924.....	7.567	6.981	56.780	2.669
30 Juin 1924.....	7.783	8.220	56.343	2.648
31 Juillet 1924.....	7.722	7.777	56.288	2.646
31 Août 1924.....	7.446	7.136	56.598	2.660
30 Septembre 1924...	7.518	6.936	57.180	2.687
31 Octobre 1924.....	6.684	6.683	57.181	2.687
30 Novembre 1924...	5.612	5.746	57.047	2.681
31 Décembre 1924....	5.941	8.450	54.538	2.563
31 Décembre 1925....			45.735	
1 ^{er} Mai 1926.....			46.217	
Divers assimilables..			8.297	

II. — OBLIGATIONS DE LA DÉFENSE NATIONALE

Désignation	Emission	Rembour- sement	Circu- lation	Charge annuelle
(en millions de francs)				
Décennales 1925.....	6.463	6.130	333	17
Quinquennales 1917..	450	450	» »	» »
Sexennales 1919.....	1.715	1.009	706	35
Décen. 1919 1 ^{re} émis.	648	530	118	6
Décennale 1919 dom. de guerre.....	6.519	» »	6.519	326
Décembre 1922.....	233	» »	234	11
Totaux.....	16.029	8.119	7.910	395

III. — BONS DU TRÉSOR À PLUS D'UN AN

Désignation	Emission	Rembour- sement	Circu- lation	Charge annuelle
(en millions de francs)				
Bons du Trésor à 2 ans	5.665	5.663	2	» »
Bons du Trésor à 3 et 5 ans	8.237	» »	8.237	494
Bons du Trésor à 3, 6 et 10 ans, 1 ^{re} émis.	10.090	» »	10.090	605
Bons du Trésor à 3, 6 et 10 ans, 2 ^e émis.	6.190	» »	6.190	371
Bons du Trésor à 10 ans 5 % 1924.....	4.912	» »	4.912	246

IV. — EMPRUNTS A LONGS TERMES.

	Emission	
	En rentes	En valeur nominale
	(en francs)	
5 % 1915.....	760.281.383	15.205.627.660
5 % 1916.....	575.716.396	11.514.327.920
4 % 1917.....	595.321.704	14.883.042.600
4 % 1918.....	1.253.946.222	31.348.655.550
5 % 1920.....	807.097.325	16.141.946.500
6 % 1920.....	1.688.271.408	28.137.856.800
Totaux.....	5.680.634.438	117.231.457.030
En plus 4 % de 1925.....	?	5.929.000.000
Totaux.....	?	123.160.457.030

V. — EMPRUNTS INDIRECTS... MÉMOIRE

VI. — AVANCES DE LA BANQUE DE FRANCE (en milliards).

Années	Avances à l'Etat		Circulation	
	Montant	Limite légale	Nombre de billets	Limite légale
1914.....	4	6	9,5	12
1920.....	26,5	27	38	41
1925 (février).....	21,6	22	40,7	41
1926 (juin).....	36,8	38 1/2	53,1	58,5

Si nous nous rappelons que la dette d'avant guerre était de 32 milliards environ, que les emprunts de guerre se sont élevés à 150 milliards, le surplus représente les emprunts d'après guerre ; ce furent des emprunts divers à long terme ou à terme moyen (par exemple, sous forme de bons du Trésor) pour 130 milliards environ (1), ce furent aussi des émissions de bons de la Défense Nationale ; ces derniers servant surtout à couvrir les déficits budgétaires, selon une méthode financière dénoncée, dès décembre 1923, par M. Bokanowski (2).

L'argent manquait cependant et, au début de 1924, le Gouvernement dut arrêter les travaux de reconstruction dans les anciennes provinces dévastées, faute d'argent.

L'Etat recourait en même temps aux avances de la Banque de France, avances directes ou indirectes, officielles ou occultes, provoquant ainsi une augmentation de la circulation monétaire. Toutes ces pratiques (emprunts, déficits, inflations...) altéraient la valeur du billet et la confiance dans le crédit public.

La valeur du billet ? On la mesure à l'extérieur par le cours du change et à l'intérieur par l'indice du prix de la vie.

Quant à la confiance, il est facile d'en évaluer la décroissance en constatant qu'après 1923, les Ministres des Finances n'osent plus émettre d'emprunt ;

(1) *Documents politiques, diplomatiques et financiers*, mars 1926.

(2) *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre des Députés, décembre 1923.

Année	Valeur extérieure du franc Cours moyen de la Livre	Valeur intérieure du franc Indice des prix de gros en juillet de chaque année
1914	25 22	100
1919	35	356
1920	50	506
1921	51 93	337
1922	59 60	332
1923	75 74	416
1924	85 27	491
1925	102 59	569

que si, malgré les précédents, ils lancent une émission, celle-ci échoue quel que soit le taux d'intérêt offert aux souscripteurs : février 1924, échec de l'emprunt du Crédit National (1) ; novembre 1924, échec de l'emprunt Clémentel (malgré le taux réel de 8, 62 %) (2) ; juillet 1925, échec de l'emprunt Caillaux (malgré la clause de paiement or).

La disparition de la confiance se mesure parallèlement par la diminution des excédents des caisses d'Epargne :

(1) « Jusque-là, dans les années qui ont précédé 1925, l'Etat avait, en somme, basé sa trésorerie sur l'espoir des réussites des émissions à jet continu de bons de la Défense Nationale ou de quelques emprunts à courts termes ou perpétuels qu'il effectuait. L'échec de l'emprunt du Crédit National était un premier avertissement sérieux des dangers que présentaient ces espérances. » Exposé des motifs de M. Loucheur, ministre des Finances, octobre 1925.

(2) Gaston JÈZE, *Progrès Civique*, décembre 1924.

1921	230 millions.		
1922	571	—	
1923	156	—	(1)

..... et encore par la baisse de la moyenne mensuelle des placements en bons de la Défense Nationale.

En janvier et en mars 1924, deux crises éclataient brusquement. La livre sautait à 125 francs et l'indice des prix de gros atteignait 560. Si la panique fut vivement maîtrisée, la question monétaire passa au premier plan des préoccupations publiques. Les élections du 11 mai 1924 qui furent dominées par les inquiétudes nées de la situation financière montrèrent que le pays exigeait une politique d'assainissement.

III

1°) Le premier objet à réaliser était évidemment l'équilibre budgétaire. En 1925, il fut effectivement atteint ; la chute du franc le compromit un instant, mais les impôts supplémentaires votés en cours d'exercice sur l'initiative de M. Caillaux assurèrent le maintien de l'équilibre.

2°) Le marché monétaire fut à peu près stable de juin 1924 (dollar = 19,11) à avril 1925 (dollar = 19,26). Cette expérience devait être extrêmement intéres-

(1) *Les Documents politiques, diplomatiques et financiers*, mars 1926.

sante par l'observation qu'elle permettait de faire des répercussions de la stabilisation (1).

Selon un mécanisme que nous ne pouvons expliquer dans cet historique schématique et rapide, mais sur lequel nous aurons l'occasion de revenir longuement, les prix continuèrent de monter :

Indice des prix de détail juin 1924.....	360
— — — — — avril 1925.....	523

nécessitant des besoins croissants de numéraire. Ceux-ci se traduisaient par une augmentation de la circulation monétaire, première cause d'inflation.

Lorsque, plus tard, les changes étrangers reprirent leur marche ascensionnelle, le prix de la vie continua de monter et les raisons d'inflation se trouvèrent encore accrues.

3°) Par suite d'une invraisemblable maladresse, un grand nombre d'échéances se trouvaient réunies sur l'année 1925. L'échéancier se présentait ainsi (en millions de francs-papier) :

(1) Nous ignorons ce que fut à cette époque la politique du Ministère des Finances. A-t-on songé à profiter de la stabilité de fait pour préparer une stabilisation définitive ? Nous n'avons sur ce point aucun renseignement. Nous savons seulement qu'à la même époque, la situation étant la même en Belgique, la stabilisation y fut préparée par diverses mesures qui, d'ailleurs, échouèrent (témoignage de M. Theunis, ancien président du Conseil belge, ancien ministre des Finances, donné à l'Ecole des Sciences Politiques, au cours d'une conférence, le 16 décembre 1927).

Nature de la dette	Montant de l'échéance	Le remboursement étant facultatif ne fut demandé que pour (1)
a) Dettes extérieures :		
A payer en Amérique 59.668.000 dollars, soit au cours du change de l'époque.	1.165	1.165
En Angleterre 11.727.000 livres, soit...	1.075	1.075
En Hollande 3.300.000 florins.....	25	15
En Argentine 971.000 piastres or, soit..	15	25
En Uruguay 3.562.000 pesos or, soit...	65	65
En Egypte 1.086.000 livres égyptiennes, soit	95	95
b) Dettes intérieures :		
Echéance du 18 février : obligations de la Défense Nationale	533	512
Echéance du 1 ^{er} juillet : bons du Crédit National 1922	3.290	1.729
Echéance du 25 septembre : bons 1922.	8.237	3.651
Echéance du 8 octobre : bons 23.....	10.090	2.689
Totaux.....	24.590	11.021

Les difficultés du Trésor pendant cette période ont donc tenu à deux causes : d'abord au fait que certains de nos paiements extérieurs ne figuraient point dans les prévisions budgétaires, ensuite, aux échéances massives des bons de 3, 6, et 9 ans. M. Loucheur, ministre des finances, dans l'exposé des motifs de son projet d'octobre 1925, attribue à ces difficultés les inflations de 1925 (2). Il nous semble avoir raison

(1) Gaston JÈZE, *Cours de finances publiques. Histoire de l'amortissement en France*, pages 332 et 333.

(2) On commet fréquemment à ce sujet une erreur qu'il convient de dissiper. M. Poincaré, dans son discours de Bar-le-Duc, de septembre 1926, dit ceci : « Les demandes de

lorsqu'il écrit ceci : « Pourquoi a-t-il donc fallu faire appel à la Banque de France ? Où sont passés les milliards mis en circulation ? Voici rapidement l'emploi qui en a été fait :

a) La dette en bons de la Défense Nationale et en bons à court terme a été diminuée de juin 1924 au 1^{er} décembre 1925 de 8 milliards $\frac{1}{2}$ environ.

b) Pendant la même période, il a été payé pour environ 3 milliards de dépenses extra-budgétaires. »

Il faut tenir compte encore des dépenses des guerres du Maroc et de Syrie et de l'émission de billets français nécessaires pour le territoire de la Sarre.

remboursement des bons s'étaient multipliées et les renouvellements raréfiés, il en était résulté des inflations successives ; depuis le mois d'août, la situation s'est renversée. » M. Georges Bonnet, ancien ministre du Budget, dans l'*Europe Nouvelle* du 2 octobre 1926, écrivait à ce sujet : « Il semble bien qu'une confusion se soit produite dans l'exposé du Président du Conseil en ce qui concerne les bons de la Défense et les bons du Trésor. Si, en avril 1925, en juin 1925, en décembre 1925 et en juin 1926, on a dû recourir sous une forme ou sous une autre, à une émission de billets, ce sont les échéances des bons du Trésor à 3, 6 et 9 ans qui les provoquèrent. La statistique publiée, indique pour l'année 1925, par exemple, que le chiffre des bons de la Défense loin d'avoir diminué, s'est légèrement accru. » Ce n'est donc pas par des demandes de remboursement de bons de la Défense Nationale que l'inflation fut provoquée.

Pourquoi les porteurs de bons du Trésor en demandaient-ils le remboursement à l'échéance ? La raison en est fort simple : ils avaient fait un placement de 6 % ; en retirant leurs capitaux, ils pouvaient aisément faire un emploi à 9 ou 10 % (A. DE MIRIMONDE, *Comment gérer sa fortune*, page 230).

4°) Ce furent alors les inflations successives de l'année 1925 :

Maximum de la circulation avant le 15 avril			
1925	41	milliards.	
Augmentations du maximum : 15 avril 1925.			
—	4	—	
—	27 juin 1925..	6	—
—	23 nov. 1925..	1,5	—
—	4 déc. 1925..	6	—

Maximum depuis le 4 décembre 1925..... 58,5 milliards.

L'augmentation autorisée s'élève donc à 17 milliards $\frac{1}{2}$; en fait 14 milliards $\frac{1}{2}$ furent seulement prélevés.

« Ici, une observation s'impose, écrit M. Loucheur dans le document déjà cité, ces 11 milliards $\frac{1}{2}$ mis dans la circulation auraient dû normalement revenir au Trésor sous forme de bons de la Défense Nationale, sous forme de dépôts au Trésor, ou augmenter d'autant le compte courant de la Banque de France ; c'est ce qu'on a souvent désigné sous le nom de « circuit fermé ». Or, il n'en a rien été. Ces 11 milliards $\frac{1}{2}$ ont, en réalité, grossi le volume de la circulation et ne sont rentrés dans les caisses du Trésor ou de la Banque de France sous aucune forme ». En effet, comme nous l'avons expliqué ci-dessus, la hausse du prix de la vie nécessitait une quantité croissante de numéraire.

5°) Cette hausse d'ailleurs, était elle-même accrue par l'inflation — conséquence et cause à la fois — en même temps que la chute du franc s'accroissait en présence d'une politique aussi lamentable.

	Calcul de la valeur extérieure du franc. Moyenne de la Livre.	Calcul de la valeur intérieure du franc. Indice des prix de détail.
Décembre 1924.....	86,92	404
Juillet 1925.....	103,52	421
Décembre 1925.....	122,64	463
Juin 1926.....	164	545

6°) Sur ces entrefaites, se constituèrent le deuxième ministère Herriot (19 juillet 1926). La politique qu'il incarnait était fort mal vue dans les milieux boursiers. Cet événement déclencha une campagne pessimiste d'une violence inouïe. Un consortium hostile n'eut pas de mal à provoquer une panique qui prit aussitôt des allures de désastre. En vingt-quatre heures, la livre atteignait le cours de 245 et l'indice des prix de gros celui de 845. Ces cours étaient tellement exagérés (on pourrait dire « soufflés ») que les spéculateurs ne pouvaient soutenir leur effort de spéculation contre les cours plus réalistes cotés à l'étranger. Avant la chute du ministère, le franc remontait, *sur l'initiative des marchés étrangers*. Cependant l'affolement s'était répandu au Parlement où le Gouvernement était renversé. C'est le lendemain (23 juillet 1926), en des heures tragiques qui resteront inscrites dans l'histoire de la France, que se constituait le ministère Poincaré.

PREMIÈRE PARTIE

La Période de Préparation

Juillet-Octobre 1926

SOMMAIRE. — La stabilité relative des changes pendant le troisième trimestre 1926. — I. L'échéance de juillet. — II. L'amélioration de la Trésorerie en août et septembre. — III. La loi du 3 août 1926. Annexe = la fusion de l'Enregistrement et des Contributions Directes. — IV. L'outillage du redressement, les lois organiques du gouvernement Poincaré.

Avant même la constitution du ministère Poincaré les changes s'étaient détendus. Le 22 juillet, la livre était tombée à 215 ; plusieurs semaines, elle resta agitée, montant, descendant, en de furieux soubresauts, conséquence de l'alerte du 21 juillet. Telle une balance qui oscille longuement avant de se fixer dans une position d'équilibre stable. Chute de la livre jusqu'au 26 juillet (taux minimum 189), puis hausse du 26 au 29 (taux maximum 209) ; baisse nouvelle, cette fois plus accentuée jusqu'au 6 août (taux minimum 159), hausse jusque vers le 17 (taux maximum 180).

Un équilibre relatif ne s'établit que dans la seconde

quinzaine d'août autour du cours de 170 francs pour une livre. Ce fut le cours moyen de tout l'été.

Août	cours moyen.	172,11
Septembre	—	170,07
Première quinzaine d'octobre.	—	170

A l'abri de cette stabilité relative, la défense pouvait s'organiser, préparer des mesures d'assainissement général. Il convient de donner ici rapidement les principales mesures prises à cette époque. Ce seront comme les têtes des chapitres du développement ultérieur de la politique financière française.

I

L'échéance de juillet.

Signalons tout d'abord pour mémoire, quelques expédients qui furent mis en œuvre pour faire immédiatement face à la situation désespérée de la Trésorerie en juillet 1926.

Le jour où fut constitué le ministère actuel, la marge disponible sur le compte « Avances à l'Etat » à la Banque de France, s'élevait à un million environ (1).

a) La loi du 22 juillet 1926 vint porter secours à la trésorerie en détresse. Il restait quelques millions du

(1) Lettre de M. Poincaré aux Présidents des commissions parlementaires des Finances, le 2 octobre 1926, le *Temps*, 3 octobre 1926.

fonds Morgan dont la majeure partie avait été gaspillée par M. Raoul Péret, ministre des finances au début de 1926. La Banque de France acheta au Trésor ce reliquat pour une somme de 771 millions de francs qui servirent à solder quelques dépenses courantes.

b) Mais cette somme était insuffisante pour faire face à l'échéance de fin de mois qui absorbe en général de 12 à 1500 millions (1).

Le Gouvernement avait donc présenté à la Banque de France 88 millions d'effets qu'il avait en portefeuille et qui lui furent escomptés, en sus du plafond des avances fixées par la loi (2).

c) Enfin les banques furent sollicitées de prêter leur concours au Trésor selon un procédé jadis imaginé par M. François Marsal, et dont la régularité reste douteuse (2). Les banques ont présenté à l'escompte de la Banque de France 930 millions d'effets. Avec l'argent liquide ainsi obtenu, elles ont acheté au Trésor des bons, lui procurant ainsi un nouvel avoir liquide de près de 1 milliard.

C'est grâce à ces trois recettes que le Gouvernement put faire face à l'échéance de juillet.

(1) Auxquels il fallait ajouter une somme de 255.000 livres sterlings, remboursement de bons du Trésor placés à Londres (Lettre de M. Poincaré aux Présidents des commissions des Finances des Chambres, 2 octobre 1926, le *Temps*, 3 octobre 1926).

(2) En ces heures fiévreuses, la légalité reçut plus d'un accroc. Sans aller jusqu'à s'écrier avec M. Charles Maurras : « Mais il faut la violer », on ne saurait, en raison des circonstances du moment, en faire grief au Gouvernement.

II

La Trésorerie.

Les échéances d'août et de septembre (1) furent rendues plus aisées par les souscriptions de bons de la Défense Nationale et les rentrées d'impôts.

1°) Voici, d'après le rapporteur du budget de la Chambre, quelques indications sur les fluctuations de la dette flottante au cours des mois envisagés.

	Bons de la Défense Nationale	Bons du Trésor	Total
Juillet.....	44.218	2.963	47.181
Août.....	45.973	2.643	48.616
15 Septembre.....	46.606	2.082	48.688
30 Septembre.....	46.816	1.518	48.334
Excédent des souscriptions au 30 Septembre			1.153 (2)

D'où vient cet argent qui afflue vers la Trésorerie ? Problème curieux, car la hausse des prix qui sévit à la même époque devrait nécessairement entraîner

(1) Les échéances d'août et de septembre, en 1926, étaient alourdies par des paiements extérieurs s'élevant à 7.242.178 livres sterlings, 15.900.000 dollars, 650.000 florins (Lettre de M. Poincaré, etc.).

(2) *Le Pour et le Contre*, 28 novembre 1926.

dans la circulation un nombre croissant d'unités monétaires et par là, provoquer des demandes de remboursements. M. Lucien Romier attribue cet afflux d'argent à la diminution de la thésaurisation et surtout à la vente des valeurs de bourse qui avaient servi de refuge à l'épargne privée lors de la grande tourmente (1).

2°) A l'appel du Gouvernement, certains contribuables ont avancé le paiement de leurs impôts. Le Trésor a ainsi reçu 405 millions au 31 juillet et 874 au 31 août ; pour le seul département de la Seine, où un compte spécial a été tenu, ces recettes ont dépassé 583 millions (2).

3°) Quant aux rentrées normales d'impôts, voici comment elles se chiffèrent :

Les recouvrements budgétaires opérés pendant le mois de septembre 1926 se sont élevés à 3.132 millions contre 3.206 en août et 3.661 en juillet. Dans ce total de 3.132 millions, les ressources exceptionnelles, les recettes d'ordre et les produits divers entrent pour 96 millions dont 39 pour les contributions sur les bénéfices de guerre.

Elles avaient respectivement atteint 80 millions et 42 millions en août, 77 et 45 millions en juillet. Les recettes normales et permanentes ont ainsi atteint en septembre 3.035 millions, en août 3.125 millions et en juillet 3.583 millions, chiffres supérieurs à ceux des mois du premier semestre de l'année en raison surtout du retard apporté à la confection des rôles.

(1) Lucien ROMIER, *Figaro*, 3 novembre 1926.

(2) Lettre de M. Poincaré, etc.

Il faut ajouter les impôts recouvrés en vertu de la loi du 4 décembre 1925 et qui ont produit en septembre 21.196.000 francs, en août 19.425.000 francs, en juillet 19.158.000 francs.

4°) Ces rentrées permirent de faire, de semaine en semaine, des remboursements à la Banque de France. A la fin de septembre, les remboursements étaient supérieurs de 1700 millions aux prélèvements. Voici l'évolution du poste « Avances à l'Etat » dans le bilan de la Banque de France à cette époque.

Dates	Montant des avances de la Banque à l'Etat	Comptes des avances à l'Etat		Observations
		Prélèvements du Trésor	Remboursements du Trésor	
	(en millions)			
22 juill. 1926..	38.350			
29 juill. 1926..	37.450		900 a)	
5 août 1926..	37.850	400 b)		a) Somme produite par les prêts des Banques dont il a été parlé ci-dessus.
12 août 1926..	37.300		550	
19 août 1926..	36.950		350	
26 août 1926..	36.450		500	
2 sept. 1926..	37.350	900 b)		
9 sept. 1926..	37.000		350	
16 sept. 1926..	36.850		150	b) Bchéan- ces de fin de mois.
23 sept. 1926..	36.400		450	
30 Sept. 1926..	36.650	250 b)		
		1.550	3.250	
	Excédents des rembourse- ments sur les prélèvements.		1.700	

Ainsi la situation s'améliorait progressivement. Le Gouvernement avait d'ailleurs compris qu'il fallait profiter du répit obtenu pour remettre de l'ordre dans nos affaires. Il s'y employait avec un zèle louable.

III

La loi du 3 août 1926.

Mais il ne s'agissait pas seulement de mesures provisoires ; il fallait asseoir aussi le lendemain. Pour qu'il fût assuré, il fallait avant tout de l'argent ; d'abord pour terminer l'exercice 1926 (le budget établi alors que la livre valait 130 ou 140 francs n'était plus en équilibre, puisque la livre cotait 170), ensuite pour réaliser dans l'avenir les projets d'assainissement nécessaires. Deux moyens : réduire les dépenses par des économies, augmenter les recettes par de nouveaux impôts.

Ce fut l'objet de la loi du 3 août 1926.

Les économies projetées n'y étaient pas expressément décrites. Malgré ses scrupules constitutionnels, le Parlement consentit à donner au Gouvernement pleins pouvoirs sur ce point (1). Disons tout de suite que celui-ci en a fait l'usage le plus abracadabrante,

(1) On est assez surpris de l'insistance de M. Poincaré pour obtenir les fameux décrets-lois dont on a tant parlé, lorsque l'on constate qu'il en a été fait un usage, non seulement discutable, mais aussi de portée insignifiante. Ils n'étaient donc pas si indispensables qu'on avait bien voulu le dire.

M. Carton de Wiart, directeur de la Société Générale de Belgique, parlant des délégations de pouvoirs également demandées dans son pays par le Ministère Jaspar-Francqui disait, dans une conférence faite à l'Ecole des Sciences politiques, le 16 décembre 1927, qu'on avait ainsi cherché surtout à frapper l'opinion mais que l'utilité intrinsèque des décrets-lois était nulle.

remaniant la carte administrative, judiciaire, scolaire du pays, pour procurer aux contribuables un soulagement que l'on évalue à 116 millions sur un budget de 40 milliards. La montagne qui accouche... (1).

L'intelligence vive et l'esprit réaliste de M. Poincaré sont trop connus et trop incontestables pour qu'on puisse supposer qu'il se soit trompé si lourdement. Plutôt, il faut croire qu'il a voulu, en annonçant des économies, donner aux contribuables accablés sous des charges nouvelles, l'illusoire espoir qu'on ne leur demandait que les impôts strictement nécessaires. Ainsi s'expliquerait la phrase qu'il laissa tomber de la tribune de la Chambre, le 31 juillet 1926, lorsqu'il disait, parlant précisément des projets d'économies « qu'il y a des *gestes symboliques* qu'il faut faire en temps opportun. »

En ce qui concerne les recettes, nous sommes évidemment en présence d'un travail plus sérieux. Ce n'est pas 2 milliards $\frac{1}{2}$, chiffre proposé par les Experts pour 1926, ce n'est pas 5 milliards, chiffre suggéré pour 1927, que demande le Président du Conseil, c'est, au taux courant en juillet 1926 (2),

(1) Nous sommes d'accord avec M. Chaminade (*L'expérience financière de M. Poincaré*, page 24), lorsqu'il déplore les économies apportées « par le ralentissement des travaux d'équipement, de la mise en valeur de nos richesses, de la reconstitution de notre défense nationale, des encouragements à l'expansion commerciale, aérienne et maritime. » Par contre, nous ne saurions nous associer à ses protestations lorsqu'il estime trop considérables les crédits alloués au Ministère de l'Instruction publique.

(2) CAILLAUX, *The Banker*, janvier 1927 : « M. Poincaré a obtenu du Parlement, nous l'avons dit, des impôts nouveaux

9 ou 10 milliards environ, certains ont dit 11 milliards. C'est qu'en effet, les ressources de la loi doivent suffire non seulement à assurer l'équilibre budgétaire mais encore à doter la Caisse d'amortissement que les experts avaient pensé alimenter avec des crédits extérieurs.

Nous sommes donc en présence d'un projet audacieux ; il s'agit tout à la fois de parachever l'équilibre budgétaire, d'instaurer un état de « super-équilibre » (1) et d'attirer les capitaux exportés. Au premier et au second titres, le Gouvernement fit établir de nouveaux impôts ; au troisième, il fit dégrèver le

qui doivent produire une somme colossale de 10 milliards. N'a-t-il pas été trop loin dans la voie de la taxation ? J'incline à le penser. Je redoute que les surcharges ne soient accablantes pour le pays. Peut-être auraient-elles été supportées sans trop de peine si le cours de la livre était resté aux environs de 175 francs ; du moment où le chiffre de 122 s'est substitué à celui de 175 francs, du moment où les impôts seront acquittés en un papier dont la valeur a augmenté de 2/7^e environ depuis le vote des taxes, ce n'est pas 11 milliards mais plus de 14 milliards que représente le fardeau supplémentaire infligé aux contribuables. Pourrons-ils satisfaire ? »

(1) On entend par budget en « super-équilibre » un budget qui tient compte non seulement des dépenses annuelles, périodiques, régulières, mais encore des dépenses exceptionnelles auxquelles on aurait fait face en temps normal par des emprunts ; autrement dit, on a incorporé dans le budget super-équilibré des dépenses qui incombent généralement à la Trésorerie. Avec un tel budget, on est à l'abri non seulement des déficits budgétaires, mais encore des déficits de trésorerie puisqu'on a prévu les recettes nécessaires pour y faire face. La conception du suréquilibre appartient à M. Caillaux qui voulut appliquer ce principe dès 1925.

taux de certaines taxes, notamment de l'impôt général sur les revenus, de l'impôt sur les successions et de la taxe des valeurs mobilières, *ceci pour les hautes cotes*.

Les augmentations (la loi emploie l'euphémisme « rajustement ») ont, en réalité, des conséquences fiscales considérables. Nous sommes en présence d'un véritable Code nouveau de notre législation des contributions directes et indirectes.

Aucune loi jusqu'à ce jour n'a eu de répercussions aussi étendues sur tous nos impôts, sinon en ce qui touche les conditions de leur assiette ou de leur perception, du moins en ce qui concerne les taux. Sauf quelques rares exceptions, en effet, tous les impôts subissent une majoration considérable. A cet égard, dans l'ensemble, la loi actuelle se rapproche de celle qui institua le double décime mais les majorations sont d'un ordre plus élevé.

La grande idée qui domine la loi — en ce qui concerne les impôts à perception immédiate — a été d'en adapter le taux à la dépréciation de la monnaie et de faire retrouver au Trésor des ressources qui, ramenées de la base or, fussent sensiblement équivalentes à celles de 1924. De là, les principales dispositions de la loi, de là aussi les difficultés qu'elle soulève aujourd'hui par suite de la chute des devises appréciées.

Boissons hygiéniques, impôts sur les transports, sur les automobiles, taxes sur les valeurs mobilières, droits de douane, bénéfices des professions non commerciales, redevance des mines, contribution fon-

cière sont augmentés dans des proportions considérables (1).

Le taux de l'impôt sur le chiffre d'affaires, qui était précédemment de 1,30 %, 2 % ou 2,50 % suivant les professions, est fixé uniformément à 2 %; simplification salubre mais surtaxe pénible pour le commerce.

La taxe à l'exportation, fixée par la loi du 4 avril 1926 à 0,20, 0,50, 1, 1,30 % selon les matières est portée dans tous les cas à 1,30 % ; ceci au moment où la hausse du franc va provoquer une diminution des exportations, et rendre plus malaisé notre commerce extérieur (2).

La loi du 3 août a créé la fameuse taxe de 7 % sur la première mutation des fonds de commerce et des immeubles, qui a, par la suite, pesé si lourdement sur les transactions immobilières.

En ce qui concerne l'impôt sur les successions, la réforme est d'une importance essentielle; pour faire rentrer en France les capitaux exportés (qui sont, en général, de gros capitaux) la loi impose aux grosses successions des charges inférieures à celles en usage

(1) Parallèlement, les produits de monopole étaient augmentés et leur mode de vente remanié. Voir, par exemple, un décret, signé le 10 août 1926, au sujet des allumettes. *Journée Industrielle*, 12 août 1926. Quant au monopole des tabacs, on connaît l'usage qui en a été fait. En ce qui concerne les tarifs postaux, ils furent remaniés le 17 août ; enfin pour les chemins de fer, une augmentation générale des tarifs fut édictée le 12 août et appliquée le 16. On se trouve donc en présence d'un ensemble imposant et systématique.

(2) Cette taxe a été tardivement supprimée par le décret du 4 janvier 1927.

à l'étranger ; par contre, en ce qui concerne les patrimoines moyens ou modestes dont on ne craint pas l'exode, c'est à une augmentation des droits que la loi aboutit.

Voici quelques conséquences de ces modifications :

En ligne directe descendante au premier degré (du père au fils) une succession de 2.000 francs qui payait autrefois 1 %, paye 2,50 %, une succession de 50 millions qui payait 17 % ne paiera plus que 12,50 % ;

En ligne directe descendantes au deuxième degré (du grand-père au petit fils) ou entre époux : succession de 2.000 francs, l'impôt est porté de 1,50 à 3 % ; succession de 50 millions, l'impôt tombe de 17,50 à 13 % ;

Autrefois le taux maximum était de 80 % ; il s'appliquait aux grosses fortunes léguées à des parents éloignés ou à des étrangers. Il est abaissé de moitié.

Traditionnellement, la taxe sur les successions entre parents proches était réduite au minimum ; les droits étaient légitimement majorés pour les successions entre parents éloignés ; l'écart a été réduit.

L'impôt sur les successions est et doit être un impôt progressif, c'est-à-dire, qu'il doit peser davantage sur les grosses fortunes. La progressivité a été restreinte par la loi du 3 août. En effet, si nous avons la curiosité de calculer à partir de quelles sommes les nouveaux maxima arrêtent la progressivité de l'impôt, nous trouvons :

a) que pour les successions en ligne directe, ils ne jouent jamais quand il existe plusieurs enfants. A partir de 6 millions d'actif, dans le cas d'un seul enfant ;

- b) que pour les autres successions, le maximum joue : vers 420.000 francs si c'est la veuve qui hérite;
- c) vers 400.000 francs, si c'est le frère ou la sœur;
- d) vers 37.000 francs, s'il s'agit d'un parent au quatrième degré ;
- e) vers 28.000 francs, s'il s'agit d'une personne étrangère au défunt.

La progressivité, dès lors, n'est plus qu'un trompe-l'œil. Les taux de la plupart des tranches supérieures ne seront jamais appliquées sauf pour les successions en ligne directe avec plusieurs enfants. Dans les successions de personnes sans enfants, le taux de l'impôt se trouve limité, au plus loin, dès la cinquième tranche, et même, dès la deuxième, si les héritiers sont des étrangers ou des parents au quatrième degré. Dans une succession entre étrangers, ce fameux impôt progressif cesse de l'être dès que l'actif atteint 28.000 francs et, par suite, un légataire paiera le même taux, qu'il hérite de 30.000 francs ou de 300.000 francs (1).

Il y a donc là un véritable cadeau aux successeurs des personnes riches décédées sans enfant.

Ainsi, c'est l'ensemble de la législation successorale qui a été bouleversé. L'impôt sur les successions est techniquement un bon impôt puisqu'il n'a d'incidence ni sur le prix de la vie, ni sur la production nationale. Or, au moment même où on lui porte gravement atteinte, on augmente dans des proportions

(1) Renseignements fournis par M. Souillac, contrôleur des Contributions directes, secrétaire général des membres de l'Administration des Contributions directes.

considérables l'impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux, impôt dangereux et délicat, générateur de vie chère et frein puissant à l'activité nationale ; majoration de 50 %.

L'impôt général sur le revenu est modifié dans le même esprit que l'impôt sur les successions :

Les revenus taxables étant calculés de façon progressive, la réduction d'impôt qui est fixe (la moitié) se trouve exonérer plus largement les hautes cotes que les basses.

Suppression du carnet de coupons — seul contrôle possible des revenus des valeurs mobilières. Raison : crainte de l'évasion fiscale. Conséquence : véritable exonération fiscale. Sur un revenu total de 23 à 25 milliards pour le stock des valeurs mobilières existant en France et soumis à l'impôt, 6 milliards seulement sont déclarés et taxés (1). En même temps, l'article 17 de la loi, par une série de dispositions complexes, avantage les titres au porteur par rapport aux titres nominatifs, alors que ceux-ci sont les seuls qui ne puissent prêter à aucune fraude (2).

Tel que, le texte du 3 août est, au dire du rapporteur de la commission des finances de la Chambre, M. de Chappedelaine, « la traduction en texte législatif et sauf quelques modifications de détail de la partie fiscale du plan des experts ».

(1) *J. O.*, Débats parlementaires, 25 janvier 1926, M. Jacques-Louis Dumesnil.

(2) Rapport de la Commission des Finances, *J. O.*, 30 juillet 1926. Ceci est tellement juste que les mesures auxquelles nous faisons allusion ont été remaniées dans la loi de budget de 1927.

Or, il convient de rappeler ici les réserves formulées par M. Jèze, professeur à la Faculté de Droit de Paris, sur le fameux chapitre 5 du rapport des experts relatif aux impôts : « Il y a à prendre en considération, écrit l'éminent écrivain financier, la répartition des charges d'après les forces économiques de chacun ».

Le moins qu'on puisse dire c'est que ce souci fut absolument étranger aux auteurs de la loi du 3 août. Nous l'avons, chemin faisant, prouvé longuement.

Complétons nos explications par quelques chiffres caractéristiques concernant la répartition des diverses augmentations inscrites dans la loi (nous tenons compte du fait que les taxes sur les revenus ou sur le capital ne sont applicables qu'à partir du 1^{er} janvier 1927, tandis que les taxes de consommation ont joué dès la promulgation de la loi) :

	Augmen- tation par an (1)	Coefficient pour 1926	Coefficient pour 1927
	(en millions)	%	%
Taxes directes sur le revenu	2.088	100	60,4
Taxes sur la fortune.	1.545		
Taxes de consumma- tion	9.192		
Taxes sur les trans- ports	1.695		

(1) Rapport de la Commission, *J. O.*, 30 juillet 1926. Certains théoriciens ont coutume de dire que tous les impôts sont, en définitive, payés par le consommateur et que, par conséquent, on a tort de reprocher à tels ou tels d'entre eux une incidence

Conséquences naturelles et fatales ; en frappant plus sévèrement la classe productive, les salariés, le commerce, les transports, on a abouti à une hausse du prix de la vie et on a lourdement grevé l'activité du pays.

La loi du 3 août a cependant procuré au Trésor un apport croissant de ressources appréciables dès octobre 1926 et c'est grâce à elles que l'année 1926 se termine avec un solde intéressant (200 millions environ) (1).

néfaste. Il y a là une erreur manifeste; les impôts ont une incidence variable qui est, pour les uns, considérable, pour les autres, insignifiante. Exemple du premier cas, impôt sur le chiffre d'affaires (incidence 100 %, le commerçant incorpore au prix de son produit, la taxe payée. Cela a d'ailleurs été expressément prévu lors de l'établissement de cet impôt). Exemple du deuxième cas : impôt sur les successions (incidence 0). Exemple intermédiaire : impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux (incidence variable et tardive).

A l'occasion d'une étude sur le budget de 1923 publiée dans *l'Europe Nouvelle* du 27 septembre 1924, M. le professeur Oualid, de la Faculté de Droit de Paris, conseillait d'établir pour remplacer certaines taxes de consommation, un faible impôt assis sur le capital et perçu sur les revenus, analogue à celui qui existe en Suisse. Il est regrettable que depuis cette époque on n'ait rien fait dans ce sens et qu'au contraire la politique opposée ait prévalu. Il y a là une erreur sociale contre l'équité et aussi une faute financière. La crise économique dont notre pays souffre depuis l'hiver 1926 l'a prouvé en portant atteinte gravement aux revenus des impôts de consommation ; l'équilibre du budget de 1927 en a été un instant compromis. Quant au budget de 1928, nous verrons qu'il n'est pas en équilibre réel parce que le rapport des impôts indirects y est surestimé. L'aspect budgétaire de l'expérience Poincaré en est certainement le point faible.

(1) *Revue d'Economie Politique*, 1927, n° 2. Article de M. G. LACHAPELLE, page 312.

C'est aussi sur les ressources créées par la loi du 3 août 1926, que fut dotée la Caisse d'amortissement.

Enfin, signalons que le budget de 1927 fut l'application pure et simple de la loi du 3 août. En effet, la loi de finances du 18 décembre 1926 a fixé le budget de l'exercice 1927 aux chiffres ci-dessous :

Recettes (en milliers de francs).	39.728.310
Dépenses	39.541.443
Laissant un excédent de +..	186.866

S'il peut sembler à première vue que ce budget est *sensiblement équivalent* à celui de 1926 dont voici la balance,

Recettes	39.952 millions.
Dépenses	39.658 —
Excédent + ...	294 millions.

il ne faut pas oublier d'ajouter aux chiffres de 1927 les ressources retirées de la masse budgétaire et attribuées à la Caisse d'amortissement,

Exploitation du monopole des tabacs.	3.212 millions.
Droit de mutation par décès.....	1.718 —

ressources qui, distraites du budget n'en ont cependant pas rompu l'équilibre grâce aux majorations draconiennes d'impôts de la loi du 3 août.

APPENDICE

Nous avons déjà indiqué la portée réelle des mesures d'économie prises en contre-partie. L'une qui est strictement financière mérite ici un mot. *C'est la fusion opérée par un décret du 17 septembre 1926 entre les administrations de l'Enregistrement et des Contributions directes.* Cette fusion compte trois mesures importantes :

1° Les administrations des Contributions directes et de l'Enregistrement seront mises sous l'autorité d'un directeur général unique;

2° Les fonctionnaires de la nouvelle organisation seront recrutés par un concours commun. Au début de leur vie administrative, ils exerceront concurremment ou indifféremment, les fonctions précédemment attribuées aux deux régies. Dans les centres ruraux, les receveurs d'enregistrement exerceront, en plus de leurs fonctions, celles de contrôleur des Contributions directes ;

3° Dans les circonscriptions urbaines, le service restera spécialisé.

Le but poursuivi est le contrôle réciproque des impôts sur le revenu et des impôts sur le capital. Il ne faut plus qu'un acquéreur de fonds de commerce paye un droit de mutation sur la base d'un prix d'achat de 1.000.000 de francs, par exemple ; et déclare ensuite un chiffre d'affaires de 30.000 francs,

En réalité, la fusion n'a apporté aucune amélioration réelle. Elle a de plus porté atteinte à un principe qui est cependant clairement exprimé dans son exposé des motifs : « Les lois fiscales modernes sont trop complexes et l'intérêt qui s'attache à la bonne exécution des services financiers est trop grand pour qu'il ne soit pas nécessaire de *spécialiser les agents* dans l'exercice de certains travaux ». Les jeunes fonctionnaires seront perdus dans le fatras des lois fiscales.

Par ailleurs, il est mauvais de faire établir les impôts sur les revenus par des fonctionnaires trop près du contribuable. Le Contrôleur des Contributions directes doit être éloigné des contingences du clocher et des « potins » locaux pour que son impartialité et sa liberté d'action ne puissent être mises en doute.

M. le professeur Allix, de la Faculté de Droit de Paris, a écrit justement : « Ce qu'il faut rechercher, c'est la pénétration, le contact organisé et non la fusion de deux administrations qui obéissent à des règles distinctes » (1).

En fait, dans les villes, le contact n'est pas encore suffisant, et, dans les campagnes, la fusion a abouti au désordre et à l'incompétence.

La réforme n'a pas fait gagner un centime aux caisses publiques.

(1) *Revue Politique et Parlementaire*, 10 juillet 1926.

IV

La création de l'outillage du redressement.

Nous ne souffrions pas seulement d'une crise budgétaire. Quelques milliards de ressources nouvelles ne suffisaient pas à remettre sur pied notre vie économique et financière ; il s'agissait de constituer le cadre dans lequel s'opérerait le redressement général de tous les autres éléments de nos finances.

a) A cet égard, la dette flottante, qui avait pesé si souvent sur notre situation financière et sur notre politique même, restait inquiétante ; il fallait amorcer sans retard l'aménagement de ses échéances et, si possible, son amortissement ;

b) Par ailleurs, notre production générale restait anémiée de tous les capitaux qui étaient allés à l'étranger féconder des activités rivales ; il fallait amener leurs propriétaires à les rapatrier ;

c) Enfin, le problème monétaire restait entier car la livre à 170 ne représentait pas un état de choses stable.

Ces trois préoccupations motivèrent diverses mesures prises en août 1926. Nous aurons l'occasion de les examiner plus loin en détail. Ce sont les bases essentielles de l'expérience Poincaré. A part la loi du 3 août dont nous avons déjà parlé, voici les décisions fondamentales qui ressortent et que nous voulons citer immédiatement :

a) Décision de la Banque de France (31 juillet 1926)

d'augmenter le taux de ses escomptes et de ses avances, ceci pour faire rentrer les capitaux enfuis ; voici les nouveaux taux :

	Escompte	Avances
9 juillet 1926.....	6 %	8 %
31 Juillet 1926.....	7 1/2 %	9 1/2 %

Il s'agissait d' « indiquer au monde des affaires que le moment paraissait venu de faire preuve d'une grande prudence, de diminuer les engagements excessifs et d'éviter toutes immobilisations sous la forme d'avoirs ou de devises » (1). Il s'agissait surtout d'obliger les commerçants qui avaient besoin de disponibilités à rapatrier leurs capitaux plutôt qu'à recourir à un escompte désormais onéreux.

b) Loi du 7 août 1926 autorisant la Banque de France à acheter monnaies et devises étrangères au cours des métaux précieux. La même loi a levé à l'égard de la Banque l'interdiction établie par la loi du 12 février 1916 d'acheter à prime des monnaies nationales. Grâce à ces dispositions, dès leur promulgation, la Banque commença immédiatement à renforcer son stock métallique.

c) Loi constitutionnelle du 10 août 1926, organisant la Caisse autonome de gestion et d'amortissement des bons de la Défense Nationale.

(1) Rapport du Gouverneur de la Banque de France à l'assemblée des Actionnaires du 27 janvier 1927.

Ainsi était créé l'outillage qui allait permettre au Ministre des Finances de mettre en œuvre les projets qu'il avait conçus. Il put à son aise préparer tout l'été l'offensive du franc.

L'heure venait de passer au problème monétaire. La partie essentielle et originale de l'expérience Poincaré allait se dérouler.

DEUXIÈME PARTIE

Le Redressement du Franc. — La Bataille monétaire.

SOMMAIRE. — I. *Pourquoi a-t-on revalorisé avant de stabiliser ?* La monnaie et les prix. Discussion théorique. — II. *La hausse du franc pendant le quatrième trimestre 1926.* Le barrage à la hausse du franc. Pourquoi a-t-on arrêté la revalorisation ? — III. *La technique de la hausse du franc.* La loi du 7 août 1926. Comment la spéculation étrangère fournissait à la Banque de France à la fois les devises qu'elle vendait et les francs nécessaires pour les acheter. Comment la Banque a découragé la spéculation. La politique de l'or. L'équilibre du marché des changes. L'hypothèse d'un revirement de la spéculation. — IV. *Le bilan provisoire de la hausse du franc.* Le Trésor. Le spéculateur étranger. Le spéculateur français. Conclusion.

Le but : stabiliser le franc.

Mais à quel taux, discussions-nous en octobre 1926 ? Doit-on stabiliser au taux actuel : une livre = 170 francs ?

Le Gouvernement, suivant en cela le conseil de nombreux experts, répondit à cette question par un non motivé : il faut, dit-il, revaloriser le franc, le stabiliser après seulement ; on ne stabilise une monnaie qu'en période de hausse. Pourquoi ?

I

La monnaie et les prix.

Nous sommes amené ici à ouvrir une parenthèse sur le régime des prix en période de troubles monétaires chroniques. Nous avons déjà fait allusion à plusieurs reprises, à ce problème délicat ; il convient maintenant de nous expliquer sur ce point.

Lorsque la valeur du franc baisse, il faut pour acquérir le même objet dont la valeur intrinsèque est restée invariable, une quantité croissante de francs. Une paire de chaussures que j'ai dans mon armoire vaut intrinsèquement autant que lorsque je l'ai acquise il y a deux ans ; mais si depuis deux ans le franc a baissé, pour acheter la même paire aujourd'hui, il me faudra plus de francs qu'il y a deux ans.

« Mais s'il est exact et inévitable que la baisse d'une monnaie entraîne la hausse des prix, l'expérience prouve que les deux mouvements ne se conjuguent pas simultanément et exactement l'un à l'autre comme les mouvements des deux plateaux d'une balance. Les prix ne montent pas aussi vite que la monnaie baisse et ne montent pas dans les mêmes proportions. Au moment où le billet de banque tombe, par exemple, au quart de sa valeur nominale, la bicyclette, la paire de chaussures ne coûteront encore qu'un

nombre double ou triple de francs ; ils coûteront donc moins cher qu'en Amérique, qu'en Angleterre, que dans tous les pays où la monnaie est restée à parité de l'or (1).

« Sans doute, ce phénomène n'est pas d'ordre absolument général. Il existe des marchandises comme les valeurs de Bourse, les charbons, les matières premières importées, (c'est-à-dire, le coton, la laine, la soie), dont le cours est international et dont, par conséquent, les prix exprimés en francs épousent immédiatement toutes les variations du franc sur le marché des changes. Mais pour toutes les marchandises produites en tout ou partie sur le sol national, l'observation reste exacte, incontestable ».

L'explication du phénomène est aisée. D'abord, il y a un certain nombre de marchés passés et non encore réalisés ; lorsqu'ils seront effectivement réalisés, ce sera aux prix précédemment convenus, c'est-à-dire à des prix qui ne sont plus les prix internationaux. En second lieu, il faut tenir compte de la résistance des acheteurs à la hausse. Par ailleurs, certains vendeurs écoulent leurs stocks à des prix calculés d'après le prix de revient et non d'après le prix exact de remplacement. Ceci non pas en vertu d'une décision consciente, qui serait d'ailleurs stupide, mais en raison de facteurs psychologiques, tels

(1) Nous nous sommes inspiré, pour la rédaction de ce chapitre, d'une série d'articles publiés par M. Léon Blum dans le *Populaire* des 22, 23 et 25 août 1927 qui, sans apporter sur la matière aucune vue nouvelle, exposent avec une clarté et une netteté remarquables l'objet de notre discussion.

que la routine, la lenteur, le défaut d'adaptation qui jouent un rôle considérable. Longtemps, nous conservions dans une monnaie qui commence à choir, une *croyance* qui n'est plus justifiée, mais qui subsiste par l'habitude invétérée de sa valeur ancienne, par la difficulté à admettre que cette valeur ait pu s'altérer, etc... D'ailleurs, le retard dont nous venons déjà de fournir plusieurs raisons, résulte aussi du mécanisme même de l'adaptation des divers prix intérieurs aux prix extérieurs.

La dépréciation de la monnaie, entraîne d'abord, *ipso facto*, l'augmentation du coût des produits importés, puis de proche en proche s'élèvent les prix de gros, prix habituels des transactions commerciales, les prix de détail, enfin les salaires; en d'autres termes, la hausse du prix du pain suit de loin celle des changes étrangers et elle précède celle des salaires. C'est ainsi que, de fin décembre 1925 à fin juillet 1926, la livre sterling, l'indice des prix de gros calculés sur la base de 100 en 1914 et enfin l'indice des prix de détail (même base) ont accusé les variations respectives suivantes :

Livre	115 à 240
Indice de gros	645 à 854
Indice de détail	403 à 574

Ainsi, dans la même période, la livre a monté de 100 %, les prix de gros de 33 %, les prix de détail de 24 %.

Puisque les prix suivent la monnaie avec un certain retard, ils sont donc, en période de hausse des

changes, inférieurs aux prix mondiaux, aux prix extérieurs, c'est-à-dire au prix or. Je suppose un objet acheté 50 francs; le franc tombe de moitié. Si le marchand laisse son objet à 50 francs ou en porte le prix à 60, 70 ou 80 francs (pratiquement, c'est cela qu'il fera) le prix or de l'objet aura baissé et cela même si le prix nominal a monté. Dans ces conditions, les étrangers auront intérêt à acheter dans les pays à monnaie en voie de dépréciation. Ils devront pour payer, donner un grand nombre d'unités monétaires. Mais chacune étant de moindre valeur, l'ensemble des achats ressortira un prix-or faible. Inversement, les vendeurs nationaux pourront vendre facilement hors des frontières, parce que leurs prix seront calculés en monnaie altérée. C'est à ce phénomène qu'on fait allusion lorsqu'on parle de la « prime à l'exportation ».

Dans son discours du 17 novembre 1925 à la Chambre des Députés, M. César Chabrun donnait de la prime à l'exportation, la pittoresque définition suivante qui précise nos explications : « Au mois de janvier de cette année, la puissance d'achat de la livre était exactement de 64 fr. 42. Si vous aviez transporté de France en Angleterre un morceau de drap valant 64 francs en France, je fais abstraction du prix des transports, vous l'auriez vendu en Angleterre une livre. Si, avec cette livre vous aviez acheté un autre morceau de drap de la même qualité et si vous l'aviez rapporté en France, je fais toujours abstraction des frais de transport, vous l'auriez vendu 64 francs. Mais, si au lieu de rapporter des mètres de drap vous

rapportiez la livre sterling, vous la vendiez 88 francs; par conséquent, entre le change de bourse et le change réel, il y avait un écart : c'est cet écart qu'on appelle la prime à l'exportation ».

C'est en ce sens que l'on dit que l'inflation et la chute de la monnaie provoquent une accélération artificielle des affaires.

Il est bien évident que les prix intérieurs montant lentement vont réduire progressivement la prime à l'exportation. Mais si les changes montent en même temps, les prix ne pourront suivre à la même vitesse et conserveront toujours un certain retard.

Appliquons maintenant les règles que nous venons de dégager : demandons-nous ce qui arrive lorsqu'après une période de baisse la monnaie est fixée à un certain taux, lorsque son rapport avec l'or ou avec les devises appréciées redevient stable (stabilité légale ou stabilité de fait, pourvu qu'elle se prolonge suffisamment, peu importe).

Peu à peu, les prix remontent, peu à peu, les prix regagnent le niveau des cours internationaux par une sorte de phénomène d'élasticité. C'est qu'en effet, une nation ne constitue pas un tout autonome, elle ne peut rester indéfiniment soustraite aux conditions de la vie universelle. Aussitôt que la monnaie redevient stable, l'ensemble de l'appareil économique tend aussi à la stabilité, mais cette stabilité suppose absolument un retour d'équilibre entre l'économie nationale et le milieu ambiant. Une pénétration progressive s'établit donc entre les prix intérieurs et les prix mondiaux, la puissance d'achat de la monnaie sur les marchés intérieurs rejoint peu à peu sa valeur d'échange

contre l'or et les devises. Cette fois encore, le mouvement n'est ni régulier, ni uniforme pour toutes les marchandises. Il s'élève plus ou moins lentement jusqu'au cours mondial selon qu'un plus ou moins grand nombre d'éléments nominaux s'incorpore à leur valeur. La dernière à retrouver son prix est la main-d'œuvre ; dans le second *processus* comme dans le premier, ce sont les salariés qui subissent le maximum de retard. Mais en fin de compte, au bout d'un laps de temps variable, une parité générale se rétablit. Si, par hypothèse, la monnaie est stabilisée dans des conditions telles que 125 francs s'échangent en bourse contre une livre sterling, l'objet qui coûte une livre à Londres ne coûtera pas sensiblement plus ou moins de 125 francs à Paris. Il est important de noter que cet équilibre final se réalise quel qu'ait été le taux de stabilisation. Si faible qu'on la suppose, on n'en verra pas moins la marge entre les prix intérieurs et les prix mondiaux, se rétrécir progressivement, puis s'abolir.

Ceci posé, on comprend fort bien que les prix de détail aient continué de monter durant le troisième trimestre de l'année 1926, alors que les changes étaient *grosso modo* stabilisés autour du cours de 170 francs pour une livre.

	Indice des prix de détail base 100 en juillet 1914
Juillet 1926	574
Août 1926	587
Septembre 1926	590
Octobre 1926	624

Durant ces trois mois, les prix n'ont donc cessé de monter. Ils rattrapaient nécessairement l'avance qu'avait prise sur eux la baisse de la monnaie. Cette hausse devait continuer de longues semaines avant que les prix n'aient atteint le cours de la monnaie ? L'indice devait, en effet, monter jusqu'au cours de 700 environ (une livre = 175 francs = 7×25).

Les inconvénients d'une politique passive qui aurait laissé s'opérer la conjonction des changes et des prix apparaissent facilement : nécessité d'augmenter les salaires (au détriment des prix de revient), les traitements des fonctionnaires (au détriment du budget), aggravation de la situation déjà épouvantable des rentiers, etc., etc... Puisque les prix doivent tôt ou tard atteindre le niveau du change, disaient alors certains bons esprits, pourquoi ne pas pousser le change à la rencontre des prix ? Ce serait arrêter la hausse (lorsque les prix se seront rencontrés avec les cours du change, ils ne seront plus attirés vers le haut), éviter les augmentations des traitements trop onéreux, limiter la ruine des porteurs de valeurs à revenu fixe, etc...

Cette politique avait été défendue depuis longtemps par certains hommes politiques au Parlement. Par exemple, M. Léon Blum l'avait éloquemment exposée à la Chambre, le 9 juillet 1926 : « On peut éviter une crise générale. Comment l'éviterez-vous ? En abaissant d'abord le niveau supérieur des changes au niveau des prix intérieurs. Cela veut dire qu'on ne stabilise pas une monnaie en période de baisse, mais seulement quand on a commencé sa revalori-

sation ; il faut d'abord renverser la vapeur, etc... etc...».

M. Poincaré comprit rapidement que cette attitude était la seule vraie et la seule opportune. Sur ce point essentiel, nous croyons qu'il a vu juste et que les critiques qu'on lui a adressées ne sont pas méritées.

Nous allons voir maintenant M. Poincaré à l'œuvre pour réaliser son plan.

II

La hausse du franc.

Comment le redressement du franc a-t-il été déclenché ?

Nous sommes en présence d'une manœuvre de bourse de grande envergure. Il s'agissait de mettre les spéculateurs du côté du franc, alors qu'ils jouaient contre lui jusque-là. Ce renversement de la spéculation, on pouvait le provoquer par les moyens ordinaires, mis en œuvre par les tacticiens de la bourse. Et ceci, d'autant plus facilement que les cours pratiqués en octobre 1926 étaient manifestement inférieurs à la valeur réelle de notre devise, calculée soit d'après les prix intérieurs français, soit d'après la proportion de l'encaisse à la circulation. Voici un aperçu succinct et incomplet de ce que fut l'offensive du franc :

Le bruit se répandit sur les marchés cambistes internationaux, vers octobre 1926, que le Gouvernement français avait les moyens de faire monter vivement le franc, qu'on allait assister à une hausse impres-

sionnante de notre devise, que le projet secret (!) encore, prendrait forme cependant à brève échéance, etc... etc...

D'où venaient ces bruits, on ne le savait pas exactement. Des personnes « bien informées » l'avaient, paraît-il confirmé. D'ailleurs, le projet de budget déposé par le Gouvernement était basé sur une estimation de 150 francs pour une livre. C'était, disait-on, la preuve des intentions du Gouvernement. Et la presse ne faisait-elle pas écho à ces rumeurs avec une persistance, une unanimité et une bonne volonté... dignes d'attirer l'attention ?

Enfin, lorsqu'on apprit que M. Francqui, Ministre belge des Finances, qui préparait une stabilisation au cours de 175 francs belges pour une livre, n'avait pu s'entendre avec M. Poincaré pour l'instauration d'une politique commune, on en conclut que notre Ministre des Finances préparait une revalorisation.

Le Gouvernement français d'ailleurs, paraissait sûr de lui ; sa situation parlementaire, discutée précédemment, venait d'être renforcée à la suite du Congrès radical-socialiste de Bordeaux.

Dans ces conditions, de nombreux commerçants français ou étrangers qui avaient besoin de devises pour effectuer des paiements différèrent leurs achats se réservant de se fournir lors de la baisse éventuelle. Le marché des changes fut pendant quelques jours morne et vide.

On attendait avec anxiété le grand événement. Allait-il se réaliser ? On n'osait pas encore acheter des francs, mais on s'y préparait.

C'est dans cette atmosphère riche de doute et d'hésitations et sur ce marché étroit et anémié, que le Trésor et un consortium allié intervinrent brusquement et par des ventes relativement peu abondantes de devises, déterminèrent une hausse du franc qui entraîna rapidement les hésitants.

En quelques jours, des millions de devises étaient jetés sur le marché et un appel, une aspiration considérables de francs se faisaient jour ; il en résultait une débacle des changes appréciés et une hausse considérable du franc ; cela détermina une nouvelle vague de spéculateurs encore hésitants jusque-là et qui s'empressèrent de se débarrasser de leurs livres, de leurs dollars, de leurs florins, de leurs pesetas, etc. C'était la boule de neige.

Un léger effort, l'élan donné au départ et toute la finance internationale angoissée, affolée, exaspérée par des semaines de rumeurs inquiétantes tout d'un coup réalisées, convaincue qu'elle allait en jouant sur le franc, faire fortune, suivait avec autant de docilité que de frénésie. Chaque jour, de nouveaux cours étaient marqués, de nouveaux minimums enfoncés. De loin en loin, une tentative de résistance était écrasée, chemin faisant, après une bataille de quelques jours. Le marché mort et vide d'octobre était remplacé par une cohue échevelée de boursiers, de banquiers, de joueurs, de spéculateurs, d'industriels, tous misant sur le franc.

On appréciera le caractère strictement spéculatif du mouvement et on verra combien les contingences économiques lui furent étrangères et indifférentes, si l'on se souvient, qu'au moment même où le franc

commençait à monter, l'équilibre de nos changes commerciaux, favorable en juillet et août, se trouvait brusquement compromis par l'annonce que la récolte de blé déficitaire nous obligerait à importer pour près de 3 milliards de froment et que des achats de sucre pour 1 milliard $\frac{1}{2}$ environ s'y ajouteraient.

La spéculation poursuivait, malgré tout, son mouvement. Les Français marchaient comme les étrangers, rapatriant leurs devises exilées, réalisant leurs avoirs en monnaies étrangères ; ils se mêlaient au mouvement général... pour le franc.

Le 23 octobre, la livre cotait encore 161 francs, le 4 novembre, elle cotait 143 francs, puis, après une échauffourée ardente autour des cours 145, 146, 150, 147, chute nouvelle à 133 (le 19 novembre), à 123 (le 3 décembre, et plus bas encore.

Le Gouvernement, à l'origine élément moteur, était sans action réelle ; il assistait satisfait, mais vaguement inquiet, à la panique déchaînée. Dans le pays, après la joie patriotique et désintéressée d'un redressement soudain et inespéré, une crainte s'était peu à peu manifestée : comment les industries françaises supporteraient-elles les cours nouveaux ? Notre exportation n'allait-elle pas être frappée à mort, notre production elle-même, resterait-elle possible dans les conditions économiques nouvelles ? N'allait-on pas aboutir à un effroyable cataclysme si la hausse du franc se poursuivait ? Et rien ne permettait de croire qu'elle ne s'accroîtrait pas, au contraire ! la spéculation appelant la spéculation en vertu d'un rythme connu.

Poursuivant cependant leur mouvement déréglé, dévalant sans frein la pente presque verticale, les devises continuaient à tomber.

La livre emportait les cours de 122, 121, 120., jusque-là non encore atteints.

C'était le 20 décembre (1) : « Ce jour-là, le représentant d'une grande banque parisienne, était à la Bourse chargé de vendre du sterling ; il offrait la livre à 120, à 119,50, à 119, à 118,50 et plus bas et ne trouvait pas de contre-partie ». Qui aurait songé à acheter de la livre dans ces heures paradoxales ?

« La livre baissait sans cesse, déchaînant une véritable panique. La Banque de France n'intervenait pas : il n'y avait plus de francs pour acheter des devises, tout le disponible avait été absorbé. La spéculation pouvait s'en donner à cœur joie et écraser les cours. Le jour même, le Conseil de régence de la Banque de France fut réuni en toute hâte chez le Baron Edouard de Rotshchild. Un compte rendu de la situation fut rédigé à l'usage de M. Poincaré et dans la nuit une conférence eut lieu au Ministère des Finances. Sur les vives instances des régents qui ne dissimulaient pas la gravité du péril, le Président du Conseil consentit enfin à autoriser la mise en vigueur de la convention du 16 septembre entre l'Etat et la Banque, relative aux modalités d'achats de devises... Le lendemain, le représentant de la Banque de France put déclarer en Bourse qu'elle était vendeur et ache-

(1) M. Marcel Chaminade raconte ainsi dans son livre sur *l'Expérience financière de M. Poincaré*, la journée du 20 décembre.

teur à un cours fixe de n'importe quelle quantité de devises. La situation était sauvée, les manipulateurs de change durent abandonner la partie ».

Le barrage.

Donc après le 20 décembre, la Banque de France achetant la livre à 120, 121, 122, l'empêchait de tomber à des cours inférieurs.

Ce fut avec un véritable soulagement qu'on apprit cette intervention dans les milieux industriels. Le Gouvernement, au contraire, n'était pas enthousiaste de la solution adoptée ? Il n'y avait consenti que très difficilement ; M. Poincaré n'abandonna qu'avec peine et peut-être non sans esprit de retour, le projet d'une revalorisation plus poussée.

Lorsqu'on avait demandé à la Chambre des augmentations pour les fonctionnaires, il avait énergiquement répondu que des augmentations étaient inutiles puisqu'il entendait revaloriser le franc au point de faire baisser le prix de la vie (1).

Ainsi, le Président du Conseil envisageait un relèvement très complet puisqu'il s'agissait non seulement de faire tomber le graphique du change et de l'amener à rencontrer le graphique des prix, mais d'amener le change plus bas encore pour forcer les prix à baisser à leur tour.

Ce projet séduisant ne fut heureusement pas réalisé. Nous avons trop longuement expliqué le mécanisme

(1) Chambre, 13 novembre 1926, *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre, 14 novembre.

des prix et de la prime à l'exportation, pour que nos lecteurs ne saisissent pas immédiatement le danger qu'il y aurait eu à laisser s'instaurer « une prime à l'importation ».

Le Gouvernement « avait à choisir entre deux voies » écrit justement l'éminent économiste Frédéric Jenny (1) : « Il pouvait suivre une politique de prestige lui assurant une popularité certaine, mais sans doute éphémère; rien n'eût été plus facile que de laisser sous la poussée des devises affluant en masse, fléchir la livre sterling à 100 francs et au-dessous. La baisse de certaines marchandises importées n'eût pas manqué alors de procurer aux consommateurs quelques satisfactions momentanées, mais la crise économique et le chômage eussent vite pris des proportions redoutables. Vu le niveau de nos prix de revient, l'étranger eût cessé ses achats, la balance commerciale aurait accusé des déficits autrement considérables que ceux que nous enregistrons en ce moment. Une diminution générale des salaires, que la résistance inévitable des prix intérieurs eût, cependant, rendue singulièrement malaisée, serait devenue indispensable et le produit des impôts eût, nécessairement, subi le contre-coup de la crise. Ainsi, l'équilibre budgétaire lui-même se serait vu, une fois de plus, remis en question ».

La crise, d'ailleurs, s'était déclenchée effectivement dès novembre 1926. Nous aurons l'occasion de l'étudier de plus près dans une autre partie de ce travail. Indiquons que de gros producteurs français s'étaient

(1) *Le Temps*, 25 juillet 1927.

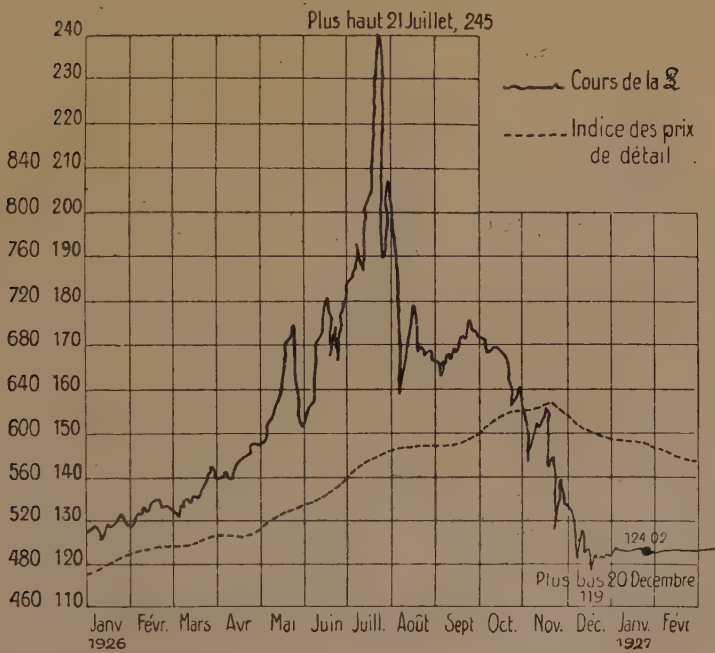
trouvés brusquement embarrassés, soit pour livrer des commandes faites quelques mois avant, et que les acheteurs étrangers avaient annulées, en raison des circonstances économiques, soit pour obtenir de nouvelles commandes à des prix en rapport avec leurs prix de revient. Aussi, en décembre, le Président du Conseil reçut-il un nombre incalculable de visiteurs éplorés ; on parle de tel constructeur d'automobiles parisien, qui emploie des milliers d'ouvriers et qui annonçait qu'il serait obligé de les licencier si la hausse du franc persistait ; on parle de l'un des dirigeants du Comité des Forges... Il y en eu d'autres encore, sans doute.

Tous étaient victimes de la crise et craignaient de la voir empirer. Les heures dures de 1920 étaient chaque jour évoquées dans la presse.

M. Poincaré eut donc raison de faire mettre fin à la hausse du franc. D'ailleurs, le graphique des changes ayant recoupé celui des prix, ceux-ci resteraient, désormais, à peu près stables. Dans ces conditions, il n'y avait pas de raisons sérieuses de poursuivre une bataille qui menaçait de coûter cher, fût-elle même victorieuse.

C'est donc contre la crise commençante qu'est venue buter l'expérience Poincaré. La crise a contraint M. Poincaré à abandonner son projet essentiel qui était la revalorisation progressive. Elle lui a imposé ce paradoxe inouï de lutter contre toute hausse nouvelle du franc, aussi âprement qu'on avait lutté deux ans contre la baisse. Renonçant à de nouvelles étapes de revalorisation, il renonçait du même coup à agir sur les prix. Alors qu'il avait manifestement espéré

Les Changes et les Prix de Détail en 1926



On constate que les prix ont un certain retard sur les changes, montant moins vite en période de hausse, baissant moins vite en période de baisse. Le maximum des changes est en juillet, celui des prix est en novembre.

laisser après lui la vie moins chère qu'il ne l'avait trouvée, il se voyait, au contraire, obligé de ratifier la hausse acquise, et le récent relèvement des traitements et des pensions en est la preuve.

Au point de vue financier, l'opération avait été bien conduite et, somme toute, réussie; mais l'aspect économique avait échappé au Gouvernement. Ce n'est pas la dernière fois que nous aurons à remarquer une pareille erreur.

III

La technique de la hausse du franc.

C'est la loi du 7 août 1926 et la convention du 16 septembre suivant, entre la Banque de France et l'Etat qui constituent les bases juridiques de la politique cambiste.

Une des opérations statutaires des banques d'émission a toujours consisté dans l'achat des monnaies nationales, de devises étrangères et d'or. La Banque de France se trouvait avant août 1927 dans l'impossibilité de faire des achats de monnaies nationales et d'or à un cours supérieur à la valeur légale du franc. Elle avait même toujours hésité jusqu'à la dernière opération faite avec le fonds Morgan à acheter des devises sur le marché.

La politique du Gouvernement étant nettement orientée vers une stabilisation du franc, stabilisation qui ne devait, d'ailleurs, être obtenue qu'après une certaine période de redressement de notre monnaie, il importait de rendre à la Banque, la possibilité de forti-

fier son encaisse et, par suite, la valeur de l'ensemble de la circulation par des achats d'or et de devises destinés à lui servir de couverture. Ce fut la conception de la loi du 7 août 1926 dont voici le texte :

ARTICLE 1^{er}. — *La loi du 12 février 1916 interdisant l'achat à primes de monnaies nationales ne s'applique pas à la Banque de France.*

ART. 2. — *La Banque de France est autorisée à procéder à des achats d'or et de devises sur le marché.*

ART. 3. — *Les billets émis par la Banque de France pour un montant correspondant aux monnaies, à l'or et aux devises achetés ne sont pas comptés dans le contingent d'émission fixé par la loi du 4 décembre 1925, modifiée par la loi du 22 juillet 1926.*

ART. 4. — *Le Ministre des finances est autorisé pendant un délai de cinq mois à partir de la promulgation de la présente loi, à passer avec le Gouverneur de la Banque de France, toutes conventions permettant à cet établissement de préparer par le redressement du franc, la stabilisation de la monnaie.*

Aucune des conventions à passer entre l'Etat et la Banque ne pourra avoir pour effet d'élever, soit la limite d'émission de la Banque, soit le total des avances à l'Etat au-dessus des chiffres fixés par les lois antérieures (1).

Naturellement, cette loi ne devait pas permettre à la Banque de faire sur les changes des bénéfices interdits à tous les autres Français. La Banque ne devait

(1) La dernière phrase de la loi a pour origine un amendement de M. Margaine, député, accepté par le Gouvernement.

tirer aucun profit de ses opérations ; profits et pertes seraient pour le Trésor (1).

Il faut distinguer deux sortes d'applications de la loi du 7 août 1926 :

- a) Les achats d'or, de monnaies, de devises.
- b) Les achats de devises sur le marché des changes (qui sont, d'ailleurs, les plus importants).

A. ACHATS D'OR, DE MONNAIES, DE DEVICES, ETC... PORTÉS AU BILAN DE LA BANQUE AU POSTE : « OR, ARGENT, DEVICES ACHETÉS (loi du 7 août 1926) ».

La paternité de l'idée appliquée ici, revient à M. le député Emile Borel qui en avait fait l'objet d'une proposition de loi déposée en février 1926. Il justifiait son opinion en disant « qu'il est plus moral et plus conforme à l'intérêt public que l'Etat acquière l'or encore en circulation que de laisser certains intermédiaires prélever d'énormes bénéfices sur leurs fâcheuses opérations ».

Par contre, cette conception fut très vivement critiquée par tous les déflationnistes qui voyaient dans ce système une menace d'inflation. Laissons la parole à M. César Chabrun, député : « ... On dit, il est vrai, qu'il ne s'agit pas là d'une inflation spécifique, c'est-à-dire de billets tirés pour les besoins de l'Etat et figurant au poste des avances. C'est un simple sophisme. Il y a inflation, c'est-à-dire multiplication des signes monétaires diminuant la puissance d'achat de la monnaie, non seulement quand c'est en faveur de

(1) Déclarations de M. Poincaré à la Commission des Finances de la Chambre le 4 août 1926, le *Matin*, 5 août.

l'Etat que les billets sont frappés, mais aussi et peut-être surtout comme le prouve l'exemple de l'Allemagne, quand la multiplication des billets a pour prétexte des besoins commerciaux ; à plus forte raison, quand cette multiplication fait naître des besoins ou permet une hausse des prix par la mise en circulation d'un stock plus considérable de monnaie. Et qu'on n'aille pas dire que ces billets nouveaux sont inoffensifs, parce qu'il sont gagés par l'or qu'ils ont payé — puisqu'il s'agit, pratiquement, de cette seule opération jusqu'à aujourd'hui. Cet or était inactif comme il reste inactif dans les caves de la Banque. C'est un joyau sous vitrine que l'on a remplacé par une monnaie qui va être investie en marchandises ou en services. Il n'est pas indifférent d'augmenter ainsi le stock monétaire. Cette vérité a été fort bien marquée par un célèbre économiste, M. Luzzati, dans un article du *Corriere delle Sera*, que j'ai tenu à citer à la tribune de la Chambre et qui vise précisément le cas de la France. Voici ce qu'écrit M. Luzzati : « A côté de la dette flottante, il « y a la dette monétaire plus dangereuse, parce « qu'elle n'est pas à échéance, n'est pas productive « d'intérêts, mais arrivée à une certaine hauteur, « ronge secrètement et inexorablement la vie de « l'Etat. Dans les récents débats à la Chambre française, le terrible problème des 55 milliards de « francs en billets de banque n'a pas été examiné « comme il aurait dû l'être ; il semblait presque que « les orateurs aient cherché à l'éviter... La France, « avec ses 55 milliards actuels de francs-papier, ne « peut être allégée que d'une manière : en diminuant

« courageusement ces sommes hyperboliques et en ne
« croyant pas qu'il soit possible d'améliorer le cours
« des billets en ajoutant quelques millions d'or à la
« réserve métallique. Si ces deux actes : diminuer la
« somme des billets et accroître la réserve d'or peu-
« vent aller de concert, tant mieux ; mais, le point
« essentiel est la réduction de la masse des bil-
« lets (1). »

L'Echo de la Bourse de Bruxelles, présente des observations du même ordre : « Il nous paraît donc impossible de qualifier cette opération autrement que d'un mot bien connu, trop connu, c'est de l'inflation ».

Et le *Journal des Finances*, écrit aussi : « Les porteurs d'or verseront aussi à la Banque des espèces qui, thésaurisées jusque-là, ne pesaient pas plus sur les échanges que les réserves métalliques qu'elles viennent grossir ; mais, ils recevront en contre-partie et sensiblement au cours du change, des billets qui, eux, entreront dans la circulation et constitueront une véritable inflation ; inflation d'autant plus dangereuse que conformément à la loi, les nouveaux billets ne seront pas comptés dans la circulation ».

Ces critiques nous semblent justifiées.

Les achats d'or et de devises ont mis en circulation des billets qui en ont accru dangereusement le volume. Certes, la stabilisation n'en sera pas empêchée, mais certainement, elle sera rendue plus malaisée par le maintien d'une circulation abondante. Par ailleurs, l'absence de déflation véritable constitue un obstacle à toute politique de vie moins chère.

(1) *La Tactique financière. Economique d'abord*. Paris, 1928.

B. Heureusement, la loi du 7 août 1926 a permis une seconde catégorie d'opérations qui sont, elles, bienfaisantes. C'est, en effet, en se basant sur cette loi que la Banque effectua des ACHATS DE DEVISES SUR LE MARCHÉ à partir du mois d'août 1926. Voyons d'un peu plus près comment ces opérations se réalisèrent (1).

Que semble-t-il s'être passé sur le marché des changes ? Des spéculateurs étrangers, allemands ou américains, ont acheté des quantités considérables de francs. Pour payer ces achats, ils ont, naturellement, vendu des devises étrangères dont ils prévoyaient la baisse, en même temps qu'ils espéraient la hausse du franc. C'est cet afflux de devises sur notre marché qui a permis au Gouvernement d'accumuler un stock important de changes étrangers, achetant sur le marché les devises offertes, vendant du franc en échange.

Beaucoup de gens se demandent comment le Trésor a pu acheter toutes ces devises. La réponse est fort simple : d'abord les fortes rentrées d'impôts et les émissions nouvelles de bons de la Défense Nationale ont procuré au Trésor une aisance qu'il n'avait plus connue depuis longtemps. Ensuite — et surtout — les spéculateurs étrangers à la hausse du franc, paraissent, à ce moment, avoir contribué à faciliter les achats du Gouvernement. Ils ont, en effet, laissé dans nos banques, les avoirs en francs dont ils s'étaient

(1) M. Frédéric Jenny a publié sur cette matière dans le *Temps Economique*, une série d'articles remarquables dont nous nous sommes abondamment inspiré pour la rédaction de ce chapitre.

rendus acquéreurs et ces banques, à leur tour, ont employé les disponibilités qui s'accumulaient de la sorte en bons à très courts termes ou les ont déposées au Trésor dont les comptes courants particuliers, se sont effectivement accrus dans une proportion importante.

Ainsi, les opérations même de la spéculation internationale ont eu pour effet indirect de fournir au Trésor des moyens de paiements d'autant plus abondants qu'elles prenaient une ampleur plus grande : plus les étrangers achetaient de francs, plus l'Etat voyait grossir les ressources lui permettant d'acquérir les devises offertes sur le marché.

Au point de vue comptable, voici comment se traduisent ces opérations : la Banque achète des devises pour l'Etat, mais elle verse à l'Etat des billets de banque français, avec lesquels l'Etat rembourse les avances qu'il a reçues de la Banque. Par ailleurs, la Banque inscrit les devises à son actif, au poste « divers » qui augmente donc au fur et à mesure que baisse le poste « avances à l'Etat ».

Dans l'actif de la Banque, une créance immobilisable sur l'Etat est donc remplacée par un avoir en devises étrangères liquides qui viennent renforcer l'encaisse métallique.

Les achats de devises d'abord peu abondants, car en août, septembre, octobre, novembre, ils ne furent dictés que par le besoin des échéances extérieures, et par le désir de reconstituer le fonds Morgan (ce qui

fut réalisé le 14 octobre) (1), devinrent considérables après le 20 décembre, lorsque la Banque se porta acheteur de toutes les devises offertes à un cours fixe. En effet, depuis cette date, la Banque de France contrôle le marché cambiste, elle y dicte les cours.

Successivement, elle fit inscrire les cours de 120, 121, 122, 123, 124 francs pour une livre. A ce dernier taux, (124,02 pour une livre sterling, 25,50 pour un dollar) pour des raisons techniques connues d'elle seule, elle établit un barrage définitif contre l'instabilité monétaire.

A partir de la deuxième quinzaine de février 1927, la stabilité de fait fut acquise autour du cours de 124,02. La Banque achetait et vendait à des cours voisins de celui-ci. En pratique, en raison des tendances de la Bourse elle était amenée à acheter beaucoup plus qu'à vendre, et c'est ainsi que la Banque a constitué au cours de ces semaines de lutte pour le maintien du cours fixé, des quantités énormes de devises. On les évalue approximativement en mesurant l'accroissement du poste « divers » du bilan. Ce poste qui s'élevait à 4 milliards en 1926 a atteint plus de 26 milliards $\frac{1}{2}$ en 1927, soit une augmentation de plus de 20 milliards, représentant probablement l'accroissement du stock de devises. Cette somme correspond

(1) Le fonds Morgan fut surtout reconstitué par des emprunts extérieurs. Les chemins de fer de l'Etat et d'Alsace-Lorraine ont, en effet, emprunté à l'étranger, en fin 1926, 1.400 millions de francs. Ces emprunts furent, on le sait, faits pour le compte de l'Etat.

L'ancien fonds Morgan s'élevait à 56 millions de dollars, soit 1.800 millions de francs.

au quart du stock d'or des Etats-Unis et aux 3/2 de l'encaisse de la Banque d'Angleterre.

Il convient de définir exactement le rôle joué par notre Institut d'émission à partir de la période de stabilisation de fait. La Banque jouait, elle joue encore sur le marché en rôle régulateur; ceci, sans aucun monopole; n'importe qui, s'il en avait les moyens et le désir, pourrait intervenir sur le marché des changes et se donner le même programme.

Le *Temps Economique* publiait à ce sujet, le 30 mai 1927, les intéressantes indications suivantes : « La Banque exerce une action régulatrice en assurant la contre-partie des excédents des livres sur la demande ou inversement. Elle achète ainsi (au cours de 124,02 pour une livre sterling) les quantités offertes que le marché ne peut absorber; de même, elle vendra évidemment les devises demandées et que le marché ne pourrait fournir... L'Institut d'émission n'exerce donc aucunement les fonctions d'une centrale de devises; il désire, au contraire, intervenir le moins possible sur le marché et d'importantes transactions continuent d'être effectuées par les banques privées ou particulières... »

« Toutes les opérations de change faites à des cours différents l'ont été en dehors de lui, puisqu'il n'est acheteur qu'à un cours donné. La Banque de France n'empêche même pas les particuliers de traiter à des taux inférieurs; seulement, dans cette hypothèse, les cours ainsi pratiqués ne sauraient évidemment être cotés aussi longtemps qu'elle se déclarera preneur de toutes quantités offertes à 124,02. »

A la Commission des finances de la Chambre en fin janvier, la question monétaire fut soulevée par M. Vincent Auriol. Le Président du Conseil répondit en termes catégoriques :

M. LE PRÉSIDENT DU CONSEIL. — *Si vous demandez si je tâcherai de maintenir le taux actuel aussi longtemps que possible, je vous réponds : oui..... Tant qu'il dépendra de nous, nous essaierons de maintenir le cours actuel de façon à permettre à l'industrie de se réadapter; non pas seulement dans l'intérêt de l'industrie qui a réalisé, il faut bien le dire, des bénéfices artificiels, mais surtout dans l'intérêt des ouvriers. Je ne le cache pas (1)*

En fait, la spéculation internationale restait à la hausse du franc et les ventes de devises étrangères continuaient de se produire en grande quantité. La Banque de France devait les absorber; malgré sa volonté ouverte de résister à toutes les pressions, les acheteurs de francs continuaient d'affluer. A partir du mois de mai 1927, des fluctuations caractéristiques eurent même lieu sur le marché à terme : depuis quelque temps déjà, un « déport » y était coté, ce qui veut dire que les changes s'obtenaient à un, deux ou trois mois au-dessous des cours enregistrés dans les transactions au comptant.

C'était là l'indice d'une position spéculative nettement à la baisse des changes étrangers, c'est-à-dire, à la hausse du franc.

Cette situation était inquiétante, car elle obligeait la Banque à acheter des quantités croissantes de

(1) *Le Matin*, 10 février 1927.

devises. Pour réduire cet inconvénient, la Banque de France employa successivement un certain nombre de moyens que nous allons rapidement passer en revue dans leur ordre chronologique (1) :

Secret gardé sur le prix de vente des devises.

Achats d'or.

Intervention sur le marché à terme.

Politique de l'escompte.

1. Examinons le premier de ces moyens. En mai 1926, la Banque de France modifiait, en effet, légèrement sa tactique antérieure. Jusqu'au 13 mai, la Banque achetait à un cours déterminé (124,02) et elle vendait toutes les devises demandées à un cours légèrement supérieur (124,07).

Depuis la susdite date, elle n'indique plus que le cours auquel elle achète des changes; elle n'en vend plus ou, du moins, elle ne fait plus connaître son prix éventuel de vente. Cette tactique a eu deux conséquences principales convergentes :

a) Par ce moyen, la Banque se proposait de décourager la spéculation à la hausse du franc en incitant à la prudence les vendeurs à découvert de devises étrangères, laissés dans l'incertitude quant aux cours auxquels ils pourront racheter les devises vendues. Il semble bien que l'Institut d'émission a atteint au

(1) La situation fut sensiblement la même en Allemagne en 1925 et 1926 (courant de capitaux vers l'Allemagne, achats de devises par la Reichsbank, inflation corrélative de crédit, diminution du portefeuille commercial, baisse du taux de l'argent à court terme...). Les moyens employés pour arrêter l'afflux des devises furent aussi à peu près parallèles.

moins partiellement ce but. En effet, les quantités de changes qu'il a été obligé d'absorber ont sensiblement diminué au cours des semaines suivantes. On sait que les devises achetées par la Banque se mesurent aux variations du poste « divers » dans son bilan, où elles sont portées. Or, l'augmentation de ce poste a évolué ainsi :

Semaines	Augmentation
Avant la nouvelle tactique de la Banque : 12-19 mai 1927.....	1.900 millions
Après la nouvelle tactique : 19-27 mai	944 —
27 mai-2 juin	686 —
etc.	

Dans la première semaine, la diminution des achats a donc été d'environ 50 % et dans la seconde, de 65 %. De la sorte, le danger d'inflation que pouvait présenter, à un moment donné, l'augmentation continue des achats de devises, était éloigné.

Depuis, les achats de la Banque de France ont continué à un rythme décroissant : 6 à 800 millions par semaine d'abord (au lieu de 17 ou 1800 au début de l'année) et cette moyenne a baissé ensuite. Il est même arrivé que la Banque vende des devises pendant quelques jours, voire quelques semaines, au lieu d'en acheter.

Par ailleurs, la nouvelle tactique consistant à fixer un prix de vente de la livre en laissant ignorer son prix d'achat a eu ses répercussions sur le marché à terme où l'on assista à la détente des déports sur la

livre. Le déport avait atteint le 13 mai, le taux tout à fait anormal de 1,05 pour trois mois. Depuis que la Banque a modifié sa façon de procéder, son déport a progressivement fléchi et s'est même parfois changé en « report ». Cela indique nettement que les ventes à découvert des devises pour comptes étrangers se sont ralenties sur notre marché.

b) En même temps, le commerce français était poussé à se réapprovisionner quelque peu en devises étrangères, ce qu'il avait jusque-là hésité à faire. Peu à peu, nos industriels étaient amenés à acheter des devises nécessaires à leur commerce extérieur ; la preuve en est, que les banques à clientèle commerciale, surtout celles de la région du Nord de la France, ont cessé de vendre et qu'elles ont même recommencé à acheter des devises. Il s'en faut que le commerce d'importation ait couvert tous ses besoins. Mais le retour vers un état de choses normal semble, sur ce point, se dessiner.

D'une part, la Banque s'oblige à acheter toutes les devises offertes sur le marché à un prix fixe et qui ne trouvent pas d'acquéreurs ; mais cet excédent est, de moins en moins, important ; d'autre part, le commerce français, qui en était privé depuis des mois, a, aujourd'hui, besoin de devises or, il va en acheter, diminuant ainsi l'excédent pris en charge par la Banque. On tend donc vers un état stable dans lequel les demandes égaleraient les offres ; on peut espérer que la disparition des dernières positions spéculatives et l'épuisement des stocks de capitaux français encore à l'étranger, faciliteront cet équilibre.

C'est, afin de rendre plus prochain cet équilibre, que diverses mesures furent prises par le Gouvernement et par la Banque de France, au printemps et à l'été 1927.

2. Ceci nous amène à parler de la politique de l'or de la Banque de France.

Les offres de devises furent, en effet, réduites par suite de la tactique employée par notre Institut d'émission en ce qui concerne sa créance d'or sur les places étrangères. La Banque de France échangea en mai et juin 1927, à la Banque d'Angleterre, une certaine quantité de devises contre de l'or. Voici pourquoi :

La Banque de France avait observé que si elle se bornait à acheter sur le marché des changes, les livres qu'on lui offrait chaque jour, et à laisser ces livres en dépôt à Londres, ces mêmes livres pourraient servir de base à de nouvelles opérations de crédit. Elles pouvaient être utilisées sur le marché de Londres, mais elles pouvaient être aussi empruntées à Londres par des opérateurs qui les revendaient de nouveau à Paris, et ainsi de suite ; il se produisait ainsi une véritable inflation de crédit. En convertissant une partie des livres achetées en or, la Banque de France empêchait ces livres de revenir sur le marché et de donner l'illusion d'une abondance monétaire artificielle. Elle rendait à la situation son caractère normal (1).

(1) Cette politique, saine et compréhensible, contraste, en apparence, avec les ventes d'or opérées par la Banque de France, quelques mois après, aux Etats-Unis et en Belgique.

3. Par ailleurs, la spéculation étrangère persistant à jouer pour le franc, malgré toute notre stratégie monétaire, le Gouvernement en août 1927, autorisait la Banque de France à intervenir sur le marché à terme des changes. La Banque de France put, désormais, vendre au comptant contre des francs, une partie de son stock de devises, aux établissements de crédit, à condition de les racheter immédiatement à terme. Elle ne se déssaisira donc pas de ses réserves de changes; elle ne les aliénera que temporairement dans la mesure, d'ailleurs limitée, où elle y est autorisée. A l'échéance stipulée, toujours peu éloignée, elle pourra les reprendre en restituant, bien entendu, les francs qu'elle aura reçus.

Notre Institut d'émission qui venait de recevoir 18 millions de livres en or, par suite du paiement d'une dette très onéreuse de 33 millions de livres dont cet or était la garantie, vendit le métal sur diverses places où il fut échangé contre des devises. On n'a pas toujours très bien compris les raisons de cette tactique nouvelle et de l'apparent paradoxe qui consistait à quelques semaines d'intervalle à acheter de l'or contre des devises, puis à échanger des devises contre de l'or. Nous sommes en mesure d'apporter à ce sujet les précisions suivantes :

La Banque d'Angleterre fut fort inquiète lors de nos achats d'or ; des protestations eurent lieu contre l'attitude de notre Institut d'émission, toujours acheteur d'or, jamais vendeur. Pour ne pas déplaire à la Banque d'Angleterre, gros porteur de francs, la Banque de France cessa ses achats d'or.

Sur ces entrefaites, la Banque d'Angleterre qui, grâce à cette alerte, avait pu mesurer sa faiblesse et qui désirait organiser une coopération étroite des diverses banques d'émission, proposa la réunion d'une conférence de l'or. Celle-ci se tint à New-York, entre MM. Strong (Federal Reserve Bank), Montagu

Ainsi, dans le cas où pour une raison quelconque, une plus grande aisance du marché monétaire français viendrait à être souhaitable, l'Institut d'émission sera en mesure de la provoquer en prenant simplement livraison des devises qu'il aura rachetées à terme. Et, dans le cas contraire, il pourra renouveler aux échéances, ses opérations de report, voire les étendre au besoin. Il contrôlera donc plus efficacement le *marché intérieur* des capitaux qu'il ne le pouvait jusque-là.

Quant à son action sur le change, elle se trouvera également facilitée. A supposer que le marché lui redemande, comme c'est possible, une partie des

Norman (Banque d'Angleterre), Rist (Banque de France) et Schacht (Banque d'Empire). On élaborera là un *gentlemen's agreement* non écrit qui porte sur la politique mondiale de l'or. En ce qui concerne la France, les décisions suivantes furent prises :

1°) Les avoirs français à l'étranger seront réunis non dans les banques privées, mais dans les Instituts d'émission ;

2°) Ceux-ci les placeront sur le marché, par exemple, en traites commerciales à court terme rapportant 3 ou 3 ½ %. En aucun cas, ces devises ne pourront jouer contre ou pour le franc ;

3°) Dans ces conditions, non seulement nous renonçons à acheter de l'or, mais nous en vendons car nous préférons avoir des devises qui portent un intérêt que de l'or « stérile » ;

4°) Notre créance sur Londres ayant semblé difficilement mobilisable, New-York ouvre un crédit à Londres : tout se passe comme si New-York achetait nos crédits sur Londres ; depuis, les Etats-Unis soutiennent la livre ;

5°) Nous avons donc transformé un crédit sur Londres, péniblement convertible, en un crédit sur New-York convertible à chaque instant ainsi que l'ont prouvé des achats d'or effectués par la Banque en Amérique, en décembre 1927.

devises étrangères qu'il a acquises, depuis le début de l'année 1927, il sera à même de satisfaire à ces demandes, en puisant dans la partie de ses réserves qu'il aura donnée en report. La diminution de cette partie n'apparaîtra en ce cas à son bilan, ni au chapitre des divers, ni à celui des avances à l'Etat, car les répercussions sur ces postes se seront produites au moment même où les opérations de report auront été effectuées. La Banque de France disposera donc, grâce à ces opérations, d'une masse de manœuvre dont les variations n'éveilleront pas l'attention de la spéculation internationale; dès lors, le renforcement des tendances du marché ne risquera point de causer des alarmes injustifiées, ni d'amener la précipitation, toujours fâcheuse, des achats ou des rachats de change. Bref, un moyen d'action nouveau est donné à la Banque, moyen à la fois plus souple et plus efficace que ceux dont elle disposait jusque-là.

4. Signalons, en passant que, par ses décisions du 29 décembre 1927 et du 19 janvier 1928 le conseil de régence de la Banque de France, fixant le taux de l'escompte à 4 % puis à 3 ½ %, c'est-à-dire, à un niveau inférieur à celui pratiqué dans tous les Instituts d'émission européens, marquait, une fois de plus, sa volonté de freiner le mouvement des devises étrangères qui avaient pendant 18 mois, déferlé vers la France (1).

(1) Ce moyen fut très efficacement employé en Allemagne où le taux de l'escompte, en 1925 et 1926, est tombé de 10 à 5 %.

Le change actuel.

L'ensemble des mesures convergentes prises par la Banque de France pour restreindre ses achats d'or a fini par porter ses fruits.

Un état d'équilibre tend à s'établir sur le marché entre les demandes et les offres de francs. Quelquefois, les offres surpassent les demandes : alors le change se tend légèrement et la livre cote 124,05, 124,07, 124,10; quelquefois, au contraire, ce sont les demandes qui sont supérieures aux offres, alors la livre cote 124,02 et la Banque de France achète. En novembre 1927, les tendances du marché de report se sont provisoirement modifiées; alors que durant plusieurs mois la livre s'était traitée avec un déport sérieux, ce déport a fait place à un report; cela revient à dire que le marché s'est mis à acheter la livre à terme ne craignant pas de s'engager à longue échéance; d'ailleurs, le marché des valeurs a reflété cette situation puisque des achats de valeurs à change ont eu lieu corrélativement et qu'une légère reprise a été notée dans ce compartiment.

Puis, en décembre, nouveau renversement. Le marché redevient acheteur de changes et la livre cote 124,02. La contre-partie ordinaire des offres de devises constituée par les besoins de notre commerce extérieur ne se produit pas, les besoins de nos importateurs se trouvant largement couverts par les disponibilités des exportateurs, grâce aux excédents importants que fait ressortir chaque mois, depuis juillet, la balance de notre commerce extérieur.

A l'heure actuelle, il semble qu'un équilibre provisoire soit établi. Si nous considérons, en effet, telle semaine pendant laquelle la Banque de France déclarait acheter la livre à 124,02 et vendre à 124,10, si durant cette semaine, les cours cotés sont successivement 124,05, 124,07, 124,08, etc... et qu'ils n'atteignent, ni l'un ni l'autre plafond, la Banque n'achète ni ne vend; elle n'est pas intervenue sur le marché pendant la semaine envisagée, l'équilibre s'est donc établi et maintenu spontanément.

Dé telles périodes ont été fréquentes depuis quelques temps. Mais remarquons bien que l'équilibre définitif ne pourra être réalisé que par la stabilisation légale de la monnaie. Décourageant les spéculateurs à la hausse du franc et encourageant les producteurs français, dorénavant rassurés sur l'avenir de leurs avoirs en monnaie étrangère, elle assoirait définitivement l'équilibre du marché monétaire. Il faut donc souhaiter la publication très prochaine du décret de stabilisation. Les faibles opérations du marché des changes rendent le moment particulièrement propice. Peut-être demain, disent certains écrivains financiers, serait-il trop tard si la spéculation retournée une fois encore (comme en octobre 1926, elle s'est retournée contre les devises or) se mettait à jouer à la baisse du franc.

Toutes les devises qu'il a achetées pour défendre le cours fixé et matelasser la garantie du franc, le Gouvernement n'est point assuré de les conserver, car les crédits de spéculation sont essentiellement des crédits à vue. L'opération effectuée par les spéculateurs a

pour seul but, la réalisation d'un gain. Elle peut être dénouée à chaque instant. Soit que les spéculateurs estiment les bénéfices obtenus suffisants, soit qu'une nouvelle quelconque les effraye, il faut, évidemment, que nous nous attendions à les voir revendre à un moment donné leurs francs et racheter les devises étrangères — et malheureusement ces opérations s'effectuent presque toujours avec une grande rapidité et souvent à des moment critiques.

Il y a là un élément d'insécurité inhérent à tout mouvement d'ordre spéculatif. Dans le revirement, si réconfortant de la tendance des changes, c'est évidemment une ombre au tableau.

« Pourvu que ça dure ! » écrit M. le député Chabrun.

L'effort du Gouvernement a donc porté sur la consolidation de ces véritables prêts faits par la spéculation étrangère au marché français; dans ce but, plusieurs moyens ont été parallèlement mis en œuvre : on a facilité le rapatriement des capitaux français émigrés, on a effectué à l'étranger certains emprunts à long terme qui nous ont procuré des disponibilités fermes en monnaie or; on a mis « en veilleuse » puis aboli la loi sur l'exportation des capitaux, etc., etc...

Néanmoins, la situation restait pleine de risques : une rapide liquidation des avoirs en francs, détenus par les étrangers et prêtés au Trésor eût exposé celui-ci à se voir retirer tout d'un coup ses approvisionnements en devises, en même temps que les disponibilités en francs avec lesquelles ils les avaient constitués. Un brusque revirement de la tendance des changes en eût été la conséquence fatale.

M. Georges Valois a longuement insisté sur ce danger; pour lui l'expérience Poincaré toute entière, n'est qu'une plaisanterie, en raison de l'éventualité possible d'un revirement du marché des changes.

M. Frédéric Jenny qui a consciencieusement étudié cette question, croyait pouvoir cependant, dès la fin de 1926, publier un article optimiste où il développait la thèse suivante : « Quant aux spéculateurs étrangers, si quelques-uns d'entre eux continuent leurs opérations à la hausse du franc, il paraît certain que les autres ont liquidé une partie notable de leurs positions, mais, contrairement à ce que l'on pouvait craindre, la liquidation n'a point obligé le Trésor à restituer les devises qu'il avait accumulées, car elle s'est effectuée, non pas directement sur le marché des changes, mais sur le marché des valeurs mobilières.

A mesure que notre monnaie s'améliorait, les épargnants ont, en effet, revendu les titres étrangers qu'ils avaient précédemment achetés pour se garantir contre l'avilissement du franc. Leurs ventes ont fini par prendre une telle ampleur que, dans bien des cas, les prix de ces valeurs sont tombés au-dessous des cours pratiqués sur les marchés internationaux. La spéculation étrangère a profité de cette baisse. En rachetant les titres offerts à Paris et en les revendant à Londres, à Amsterdam, ou ailleurs, elle a dénoué très simplement et de façon très avantageuse ses opérations sur le franc.

Maintenant, qu'est-il résulté de là ? Le Trésor a pu conserver, nous l'avons dit, les devises que les étrangers lui avaient fournies. Les francs avec lesquels il

avait été payé lui ont bien été retirés par les spéculateurs, qui les ont utilisés pour l'achat de valeurs internationales, mais leurs disponibilités en monnaie nationale se sont vues transférées purement et simplement aux Français qui leur ont vendu ces valeurs. Ceux-ci à leur tour ont laissé ces francs dans les banques où les ont employés à court terme, se substituant ainsi immédiatement vis-à-vis du Trésor à la spéculation internationale. Dans ces conditions, il semble que nous soyons à l'abri d'un brusque choc en retour sur le marché des changes » (1).

Cette argumentation nous semble en partie bien fondée. En effet, le capitaliste ne peut plus spéculer sur une baisse immédiate du franc. Le cours actuel du sterling est tenu par le stock des devises. Pour déborder la Banque, c'est-à-dire pour faire contrepoids à son stock de 1 milliard de dollars environ, il faudrait 25 milliards de francs à transformer en livres ou en dollars. Or, il n'existe pas aujourd'hui 25 milliards de francs flottants (dépôts à vue en comptes courants au Trésor, bons de la Défense escomptables, dépôts aux caisses d'Épargne, chèques postaux, etc...).

Toutefois, une conclusion entièrement rassurée, ne peut être catégoriquement donnée.

Si les quelques milliards de francs disponibles se mettaient demain à jouer contre le franc, la vente des devises de la Banque rendue partiellement publique, par le bilan hebdomadaire, pourrait effrayer l'opinion et provoquer un mouvement de spéculation en sens

(1) *Temps Economique*, 5 décembre 1926.

contraire du mouvement dont nous avons bénéficié depuis 1926.

Si les milliards de francs flottants ne suffisent pas à absorber le stock des devises de la Banque, ils pourraient suffire hélas ! à susciter un mouvement cambiste fatal à notre Bourse. Là, est, selon nous, l'un des points faibles de nos finances à l'heure actuelle.

IV

Le bilan provisoire de la hausse du franc.

C'est un bilan provisoire seulement que nous voulons dresser ici. Provisoire, parce que l'œuvre n'étant pas terminée, nous n'en connaissons pas encore toutes les conséquences ; parce que manquent les renseignements sur la matière et que nous sommes souvent réduits à des hypothèses et à des conjectures ; parce que nous n'inscrirons que les suites directes et immédiates du redressement du franc. C'est plus loin seulement que nous en envisagerons, par un examen plus vaste et plus complet, les conséquences générales, financières et économiques. Nous n'entendons résumer ici que les opérations cambistes qui se sont déroulées de juillet 1926 à aujourd'hui.

Schématisons le marché en n'envisageant (un peu arbitrairement, sans doute) que trois personnages, dont deux sont symboliques : le Trésor français, l'Etranger, le Français.

A). LE TRÉSOR. — Il est bien évident que le Trésor a perdu sur les devises qu'il a achetées au cours de la

hausse du franc. Nous ne savons pas exactement à quel prix moyen il a fait ses achats, nous n'avons sur ce point que des indications insuffisantes. En fin janvier 1927, M. Poincaré indiquait à la Commission des finances de la Chambre que la moyenne des prix d'achat de la livre était inférieure à 150 francs. Les achats faits depuis, au cours de 124,02 ont naturellement baissé cette moyenne. Toutefois, il est certain qu'elle est encore supérieure au cours pratiqué actuellement et qu'il en résulte une perte importante pour le Trésor.

B). L'ETRANGER. — L'Etranger est un puissant banquier d'Amsterdam, de Berlin, de Vienne ou de Bâle. En octobre 1926, dans des circonstances que nous avons retracées, il a décidé de jouer sur le franc. Il a donc vendu des dollars ou des marks, il a participé à l'effondrement de ces devises. Au fur et à mesure que le franc montait, son gain devenait plus substantiel et il se trouvait encouragé à accroître ses positions. Aujourd'hui, il a fait une affaire reluisante : il avait acheté des millions de francs qui valaient 12, 13, 14, 15 centimes, ils valent aujourd'hui 20 centimes. Il a réalisé un bénéfice de 20 ou 25 %.

D'ailleurs, il n'a pas acheté seulement des francs-monnaie, il a acquis aussi de bonnes valeurs françaises, des rentes, par exemple, qui ont presque doublé en capital depuis qu'il les a achetées et qui lui rapportent jusqu'à 7 % net; des actions aussi, qui lui donnent un droit de regard sur certaines entreprises nationales.

La Kreugger, société suédoise qui est en rapport

avec la Svenska, a acheté pour plus de 500 millions (en capital) de rentes françaises. Elle dispose ainsi d'une arme dont elle peut être tentée d'abuser contre nous. La puissance que lui donne ce paquet de valeurs d'Etat n'est certainement pas étrangère à la convention qui fut passée en octobre 1927 entre le Gouvernement français et la Svenska, au sujet du monopole de la fourniture du bois de tremble nécessaire à notre industrie d'Etat des allumettes, monopole qui fut concédé à la Svenska.

Il n'y a là qu'un exemple. Mais, le cas est général. La preuve en sera peut-être faite un jour à nos dépens; que demain une crise boursière éclate à Berlin ou à Amsterdam, notre Etranger, en quête de ressources liquides pour faire face à ses engagements, se débarrassera des titres français qu'il a en portefeuille, provoquera sur notre marché, un désordre dangereux et c'est la Bourse de Paris qui fera les frais de la crise allemande ou néerlandaise. Ceci n'est pas une crainte hypothétique. L'expérience nous a déjà prouvé sa réalité. En octobre et novembre 1927, une crise éclatait à la Bourse de Berlin à la suite de la publication tapageuse d'un rapport de Sir Gilbert Parker, agent général des paiements des Réparations. Aussitôt, nous avons assisté à un courant de rapatriement de capitaux allemands provenant des ventes des places d'outre-Rhin et de la Suisse allemande sur les valeurs françaises à Paris. Notre cote fut sensiblement déprimée à la suite de ces ventes.

Mais, prenons le cas opposé. Supposons que l'étranger conserve son paquet de valeurs françaises : alors, c'est à chaque échéance un tribut que nous devons lui

payer sous forme de coupons pour rémunérer les sommes qu'il a jouées sur le franc.

Somme toute, l'Etranger n'a pas à se plaindre, il a fait une bonne affaire sur le franc hier, il conserve pour demain une situation sans danger, rémunératrice, facile à délier; nous lui paierons cher l'aide intéressée qu'il nous a apportée; il est le vrai bénéficiaire de l'opération.

C.) LE FRANÇAIS. --- Le Français est « un bon bougre » de commerçant moyen. Depuis la guerre, il s'échine à travailler pour gagner des francs-papier qui se déprécient au fur et à mesure. Lorsqu'il voit tomber progressivement le franc, il craint qu'un jour le sort du mark ne lui soit réservé. Aussi, au printemps 1926, a-t-il laissé dans une banque de Londres, quelques centaines de sterlings, produit des paiements de clients anglais. Le sterling cote alors 165, 170, il est trop inquiet sur le sort du franc, pour laisser échapper cette occasion de se constituer une petite réserve en monnaie sûre.

D'ailleurs, les événements semblent lui donner raison. En juin-juillet, de moins en moins tranquille, en face de la chute ininterrompue du franc, notre homme fait acheter par son agent de change, quelques bonnes valeurs étrangères. A ce moment, ces titres sont extrêmement chers, mais l'insécurité est telle qu'il n'hésite pas à faire un gros sacrifice pour s'en procurer un petit paquet; arrive fin juillet, puis août, le franc se redresse. La livre tombe de 170 à 165, puis à 160. Maintenant, notre héros n'est plus très tranquille; ses livres et ses valeurs étrangères baissent fortement.

155, 150, 145, c'est un désastre. Le Français faisant « la part du feu » se décide à vendre pour ne pas perdre plus, il réalise sur la base de 135 ou 140 ses sterlings achetés à 170, et ses titres achetés lorsque la livre valait 190 francs.

C'est par millions que se chiffre la perte ainsi éprouvée par des Français, frères de misère de notre personnage.

M. Marcel Chaminade, dans son livre, si souvent perspicace, l'indique justement. M. Poincaré, paraît-il, n'en a cure. Nous lisons dans l'*Officiel* du 19 février 1927, l'édifiant dialogue suivant entre M. le député Duboin et le Président du Conseil :

M. DUBOIN. — *Vous oubliez, M. le Président du Conseil de chiffrer la perte effective des autres fonds d'Etat (étrangers), des valeurs industrielles et des valeurs étrangères.*

M. LE PRÉSIDENT DU CONSEIL. — *Les valeurs étrangères ne m'intéressent pas (1).*

Il n'en reste pas moins que le stock des valeurs étrangères appartenant à des Français a perdu $\frac{1}{5}$ ou $\frac{1}{4}$ de sa valeur. C'est le Français qui paye les bénéfices de l'Etranger dont nous racontions plus haut l'histoire. Et voici, au surplus, que la crise commerciale vient l'empêcher de travailler pour rattraper sa perte.

**

Bilan fort peu brillant, en définitive, pour la fortune française. L'étranger a pris sur notre production une

(1) Séance du 18 février 1927. *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre, 19 février.

hypothèque telle que des années de travail seront nécessaires pour en obtenir la purge.

L'œuvre de redressement du franc nous a donc coûté cher. Nous n'entendons pas en faire grief au Gouvernement actuel; en réalité, c'est quinze années de politique désastreuse que nous payons aujourd'hui.

En tout cas, nous sommes en droit de demander en échange de nos pertes, la sécurité et la stabilité financière. Car, si elles continuaient demain de nous faire défaut, nous aurions donné pour rien, le plus clair de notre avoir en Bourse et notre monnaie serait moins assurée que jamais. Il s'agit donc de savoir si l'ensemble de la politique financière de M. Poincaré nous a apporté des avantages tangibles suffisamment substantiels pour balancer la saignée qui a été opérée dans notre portefeuille national.

C'est toute l'œuvre de M. Poincaré qu'il nous faut résumer rapidement, si nous voulons formuler un jugement motivé complet. L'effort de change ayant été dans l'ensemble réussi, demandons-nous si la Trésorerie, la caisse d'amortissement, le budget, ont été aménagés de façon à consolider les résultats provisoirement acquis et si nous trouvons dans leur gestion des raisons d'espérer la fin prochaine de nos maux.

TROISIÈME PARTIE

Le Passif de l'Etat

SOMMAIRE. — I. *La gestion de la dette à court terme. La caisse d'amortissement.* Le principe de l'amortissement. L'exemple anglais. La valeur financière des caisses d'amortissement. La loi du 10 août 1926. La consolidation progressive de la dette flottante. La diminution du taux de l'intérêt. Les échéances du Trésor. Les emprunts de consolidation. La situation de la caisse à la fin de 1927. La régularisation de ses émissions. La consolidation a eu le pas sur l'amortissement. Le total de la dette a plutôt augmenté. Le coût des emprunts de consolidation. — II. *Le Trésor et les comptes courants à vue.* La pléthore d'argent frais. Les comptes courants. L'emprunt de « ponction » de juin-juillet 1927. Ses résultats. L'abondance monétaire à la fin de l'année 1927. Hypothèse du retrait massif des dépôts. Le bilan du Trésor. Appendice : La Trésorerie extérieure. — III. *Les avances à l'Etat et la Banque de France.* Les avances sont-elles une dette de l'Etat ? En tout cas, il convient de les amortir. La valeur du billet de banque. La stabilisation est possible.

I

La gestion de la dette à court terme.

La Caisse d'amortissement.

Le ministère Poincaré s'est attaché à amorcer une politique d'amortissement. A vrai dire, celui-ci n'a pas encore été sérieusement commencé, mais les dettes de

L'Etat ont été aménagées de façon à permettre un amortissement raisonné et systématique. De nombreuses critiques ont été adressées à ce sujet au Ministre des Finances et on n'a pas manqué de lui reprocher d'accabler le pays d'impôts destinés seulement à un amortissement onéreux, inutile et inopportun. Sur ce point, nous estimons cependant, que M. Poincaré a eu raison.

En réalité, les critiques que l'on a formulées nous semblent s'adresser surtout à la pratique de l'amortissement exagéré, massif, qui écrase les contribuables, pèse lourdement sur le budget et jette sur le marché, des quantités d'argent frais inutilisées et inutilisables.

Au contraire, une politique sage de remboursements modérés, proportionnés, à la fois, aux possibilités contributives des citoyens et aux besoins du marché de l'argent, ne peut être que salubre et bienfaisante. Par ses effets psychologiques, elle revivifie le crédit de l'Etat; par ses conséquences financières, elle ménage pour l'avenir des recettes que les charges de la dette n'absorberont pas et qui permettront sans que soient augmentés les impôts, la majoration de la dotation des grands services sociaux de l'Etat (1).

A cet égard, la politique de l'Angleterre d'après-guerre peut et doit nous servir d'exemple. Une politique financière courageuse, un effort fiscal tendu, provoquant de larges excédents budgétaires y a permis un amortissement salubre qui a eu sa répercussion sur la tenue du change même. Les Chanceliers de l'Echiquier se sont toujours préoccupés depuis 1919,

(1) Lamoureux, député, ancien ministre, discours de Montluçon, janvier 1928.

de réduire le plus possible la dette et surtout la dette flottante. Le 31 mars 1919, la dette flottante anglaise atteignait près de 2 milliards de livres; elle a été réduite de 1919 à 1925 de 1.258 millions de livres par des remboursements et par des consolidations commencées dès 1919.

Le rapport des experts s'est inspiré, en la matière, de l'exemple anglais. M. Poincaré, en appliquant sur ce point le plan des experts, a donc suivi la trace des financiers britanniques. Ce n'est pas nous qui lui en ferons grief.

Dès le début du ministère Poincaré, une distinction fut établie entre la Trésorerie et la gestion de la dette flottante.

M. Poincaré ne pouvait ignorer qu'au point de vue financier, le système des caisses autonomes est extrêmement contestable. Les théoriciens sérieux sont revenus de l'erreur du docteur Price. Dans son *Histoire de l'amortissement en France*, M. G. Jèze a démontré définitivement que les caisses autonomes étaient incapables de rapporter seulement un centime. M. Poincaré voulut, semble-t-il, tabler sur l'effet psychologique, provoqué par la création, à grand renfort de publicité tumultueuse, d'une caisse d'amortissement imposante. De ce point de vue, on ne saurait lui faire grief d'avoir eu recours à une vieille recette réclamée par une partie appréciable de l'opinion publique et par un certain nombre de publicistes mal informés.

La caisse d'amortissement créée au printemps, fut donc enterrée. Une loi votée le 7 août 1926 créa une *Caisse autonome d'amortissement et de gestion des bons de la Défense Nationale et d'Exploitation indus-*

trielle des tabacs. Selon une ingénieuse conception de M. le député Bedouce, le monopole des tabacs, qui est le plus rémunérateur de nos monopoles d'Etat, fut donné en gage aux porteurs de bons.

Le projet, après avoir été voté par les deux Chambres, reçut la consécration constitutionnelle de l'Assemblée Nationale, spécialement réunie à Versailles le 10 août. En réalité, M. Léon Blum, député, établit à la tribune que la garantie constitutionnelle n'était qu'une garantie de façade, puisque le Parlement restait toujours maître du vote des crédits. On ne s'arrêta pas à cette objection. Il s'agissait de frapper l'opinion publique. On y parvint sans peine. Le texte du Gouvernement fut adopté.

Nous n'insisterons pas sur l'organisation, assez complexe, de la nouvelle caisse (art. 2 et 3); signalons seulement que la Caisse a une indépendance théorique complète qui est caractérisée, d'une part, par le droit dévolu à son conseil d'administration d'établir un budget annuel sans le soumettre ni au Gouvernement ni aux Chambres, et, d'autre part, par la faculté qui lui est laissée de se faire consentir des avances et de faire des émissions ayant pour objet de consolider la dette flottante. Sur ce chapitre, il y aurait beaucoup à dire : fractionnement des recettes publiques, délégation de pouvoir à des organismes indépendants du ministère n'ont jamais été de recommandables procédés de Gouvernement.

En fait, la forte personnalité du Président du Conseil a dominé un conseil d'administration docile et l'unité de direction n'a pas été compromise jusqu'à aujourd'hui.

Les prescriptions financières de la loi du 10 août 1927, sont contenues notamment dans les articles 5, 6 et 8 :

ARTICLE 5. — *Le montant des bons gérés par la Caisse autonome est fixé à 49 milliards de francs. Ce maximum sera abaissé chaque année du montant des sommes affectées à l'amortissement des bons. La circulation réelle des bons pourra, toutefois, dépasser temporairement le maximum dans la limite de 6 %.*

ARTICLE 6. — *Les ressources de la Caisse autonome comprennent :*

1° *Le produit net des recettes des tabacs (1);*

2° *Si ce produit est insuffisant pour assurer le service de l'intérêt des bons gérés par la Caisse, une annuité budgétaire d'un montant correspondant à cette insuffisance.*

3° *Le produit en espèces ou en bons de la Défense Nationale de la taxe complémentaire et exceptionnelle sur la première mutation dont la perception a été autorisée par l'article 18 de la loi du 3 août 1926.*

4° *Le produit en espèces ou en bons de la Défense Nationale de la taxe successorale et des droits de mu-*

(1) Ceci est conforme aux recommandations du plan des experts, chap. 6. Cette affectation permettrait éventuellement à la Caisse de se faire consentir des avances temporaires au moyen de délégations soit auprès du public, soit auprès des banques privées, soit auprès de la Banque de France. Dans ce dernier cas, on serait en présence d'une émission susceptible de présenter dans certains cas, le danger d'une inflation. Voir le discours de M. Léon Blum, député, le 7 juillet 1926. *J. O., Débats parlementaires, Chambre des Députés, 8 juillet.*

tation par décès visé à l'article 19 de la loi du 3 août 1926.

5° Tous excédents de recettes sur les dépenses du budget général constatées en fin d'exercice qui seront versés à la caisse dès que les comptes en auront été arrêtés.

6°

7° Les contributions volontaires (1).

8° etc., etc...

ARTICLE 8. — *La limite des bons ordinaires du Trésor dont l'émission est nécessaire pour assurer les fonds de roulement normaux de la Trésorerie est réduite à 5 milliards de francs.*

Alors que les experts dans leur plan avaient proposé de doter la caisse par des crédits extérieurs, M. Poincaré lui fournit son actif par des impôts nouveaux et des ressources propres. Il lui attribue, en outre, partie des versements reçus de l'Allemagne en vertu du plan Dawes.

(1) Le 30 juin 1927, les contributions volontaires avaient rapporté :

1° en numéraire : 228 millions dont 48.000 francs provenant de la vente des bijoux et objets précieux recueillis ;

2° en rentes sur l'Etat : 3 millions $\frac{1}{2}$ de rentes représentant un capital nominal de 66 millions $\frac{1}{2}$;

3° valeurs du Trésor : 7 millions $\frac{1}{2}$;

4° valeurs du Crédit National : 1 million $\frac{1}{2}$;

5° valeurs diversés : 62.500 francs.

La Caisse d'amortissement continue de recueillir des souscriptions (Communiqué de la Caisse d'amortissement à la presse, 12 juillet 1927).

L'ensemble de ces ressources constitue une annuité considérable; pour l'année financière 1927, le total des ressources de la Caisse autonome est supérieur à 9 milliards (1). Dans le budget de 1928, c'est un chiffre légèrement supérieur qui est prévu (2).

Nous allons voir, maintenant, comment a joué le système élaboré à Versailles.

Le 1^{er} octobre, la Caisse autonome a commencé à fonctionner, prenant en charge les bons de la Défense Nationale et les bons du Trésor, représentant un total de 48 milliards 164 millions.

Elle se trouva de suite en présence d'un afflux de souscriptions résultant de la disparition de la thésaurisation.

Cet afflux de souscriptions a permis à la Caisse, par une politique hardie et prudente à la fois, d'aménager ses échéances, de consolider sa dette et d'abaisser le taux de son intérêt.

Nous examinerons rapidement les diverses opérations convergentes qui aboutirent à ces heureux résultats.

Dès sa constitution, le comité financier de la Caisse qui, dans le conseil d'administration est plus spécialement chargé de la gestion et de l'amortissement des bons de la Défense Nationale, s'émut de l'absence de fonds de roulement dans les ressources de la Caisse. Au cas où les remboursements de fonds se seraient présentés plus nombreux que les émissions, il appa-

(1) PALMADE, rapporteur du budget du Ministère des Finances. *Le Capital*, 23 septembre 1927.

(2) Rapport de M. Palmade, député, sur le budget du Ministère des Finances. *Le Matin*, 19 octobre 1927.

raissait, en effet, qu'il ne pouvait être fait face au déficit, les recettes de la Caisse ne pouvant couvrir à son début que l'intérêt des bons. Par contre, la Caisse, limitée par le plafond, était obligée de refuser les souscriptions nouvelles qui, dans l'atmosphère favorable de la confiance, auraient pu lui servir à constituer la réserve qui lui manquait au cas où la situation se serait retournée. C'est, de cet état de fait, que naquit l'idée d'un emprunt de consolidation qui fut autorisé dans la limite de 3 milliards de francs par le décret du 15 septembre 1926.

Cet emprunt, dont la réussite fut totale, permit à la Caisse de se mouvoir plus à l'aise en deçà de la limite légale de 49 milliards (52 milliards, environ avec la tolérance de 6 % en lui facilitant, le cas échéant, l'acceptation de souscriptions nouvelles pour 3 milliards de plus qu'elle n'était autorisée à recevoir avant l'opération de consolidation.

De fait, la circulation, ramenée après l'emprunt de 48.164 millions à 46.614 millions (situation au 31 octobre), se relève ensuite très rapidement.

Le comité financier s'était donc en premier lieu, à la faveur de l'emprunt de consolidation, créé des disponibilités par l'émission même de bons de la Défense Nationale et ce, tout en restant dans la limite légale fixée pour la circulation par l'article 5 de la loi du 7 août.

Ayant ainsi paré au danger qu'aurait pu présenter un revirement de l'opinion publique en ce qui concerne la confiance dans le crédit de l'Etat, le comité se préoccupa, par une série de mesures appropriées,

d'aménager la dette flottante en espaçant sur de plus larges périodes, les échéances des bons. Successivement, intervinrent des décisions qui eurent pour effet de suspendre les émissions de bons à un mois, puis à 3 mois, puis à 6 mois; d'autre part, des bons à 2 et 5 ans furent créés. Enfin, le Comité s'est attaqué aux bons à un an et il a décidé la suspension de leur émission à partir du 3 juin 1927. Les bons à un an actuellement en circulation seront intégralement retirés avant le 3 juin 1928.

Actuellement, la Caisse n'émet plus que des bons à 2 et 5 ans. Elle a remboursé tous les bons à 1, 3 et 6 mois, et il ne lui reste plus à faire face qu'aux seules échéances de bons à 1 et 2 ans qui viennent à remboursement.

Ce glissement accéléré vers des placements à plus long terme, fait que la majeure partie de la dette gérée par la Caisse ne représente plus des fonds de roulement nécessairement liquides mais de l'épargne en voie de cristallisation. Les fonds de roulement proprement dits se sont reportés vers des dépôts à vue, par exemple, à la caisse centrale du Trésor.

En même temps qu'elle procédait à cet aménagement des bons, qui tendent maintenant à prendre le caractère d'une dette à court terme plutôt que d'une dette flottante, la Caisse devait se défendre contre l'afflux toujours grandissant des souscripteurs. Comment ? Par la réduction du taux de l'intérêt.

Le 1^{er} octobre 1926, les bons à un an rapportaient 6 %, ceux à 6 mois 5,50 %, ceux à 3 mois 5 % et ceux à 1 mois, 3,60 %.

A partir du 2 décembre 1926, le taux de l'intérêt des bons à 1 mois fut ramené à 3 %; à partir du 17 décembre 1926, les bons à un an ne rapportent plus que 5 ½ %; ceux à 6 mois 4 ½ % et ceux à 3 mois 4 %; à partir du 4 février 1927, le taux des bons à un an fut ramené à 5 %. Il fut encore abaissé à 4 %, à partir du 12 avril 1927, en même temps que le taux annuel des bons à 2 ans était ramené de 6 à 5 %. A partir du 7 mai 1927, le taux des bons à un an n'est plus que de 3 %, le taux des bons à 2 ans restant fixé à 5 %; le 23 juin 1927, le taux des bons à 2 ans est abaissé à 4 ½ %.

Le service des intérêts a ainsi diminué dans une mesure appréciable et malgré cet abaissement, les bons à un an à échéance se sont, en grosse partie, investis et continuent partiellement à s'investir en bons à deux ans.

En mai 1927, une opération de consolidation des bons de la Défense Nationale en rentes 6 % amortissables en 50 ans, fut entreprise; les bons admis en souscription dépassèrent 7 milliards. Cette consolidation porte à 10 milliards la somme totale qui a été convertie en obligations amortissables à long terme.

Le problème de la dette flottante a maintenant perdu tout caractère angoissant; les échéances mensuelles qui, lors de l'entrée en fonction de la Caisse autonome, étaient d'environ 7 à 8 milliards atteignent à peine en ce moment 3 milliards et ne cesseront de s'abaisser au fur et à mesure de l'allongement des échéances et de leur échelonnement sur des périodes plus longues.

De son côté, le Gouvernement n'est pas resté inactif. Deux échéances principales arrivaient en 1927 : au 1^{er} février, remboursement facultatif au gré des porteurs, d'un capital de plus de 3 milliards de bons du Crédit National 6 % 1922; au 25 septembre, remboursement intégral d'une somme de 4.320 millions pour les bons du Trésor à 3 et 5 ans 1922.

La première de ces échéances put être couverte au moyen de l'émission, en décembre 1926, de bons 7 % amortissables en 10 ans et la seconde tant au moyen de l'emprunt en bons 7 % amortissables en 15 ans, émis en février, que par diverses autres mesures.

Profitant des heureuses dispositions du marché, le Gouvernement prépara ensuite une liquidation des lourdes échéances de 1928 et 1929. En 1928 : remboursement facultatif le 1^{er} juillet de 1.561 millions de bons du Crédit National 6 % juillet 1922; remboursement facultatif, le 3 décembre, de 6.653 millions de bons du Trésor à 3, 6 et 10 ans (1^{re} série). En 1929, remboursement, le 16 mai, de 7.210 millions d'obligations décennales 1919; remboursement facultatif, le 20 mai, de 6.189 millions de bons du Trésor à 3, 6 et 10 ans (2^{me} série).

Une opération de consolidation fut, à cet effet, effectuée au mois de mai 1927 au moyen de l'émission de rentes 6 % amortissables en 50 ans.

Ainsi furent consolidés :

5.300 millions d'obligations de la Défense Nationale 1919-1929 ;

600	millions de bons du Crédit National 1922 ;
3.900	— de bons du Trésor 1923 (1 ^{re} série) ;
1.100	— de bons du Trésor 1923 (2 ^e série) ;

et cette opération supprime, en outre, 7.300 millions de bons de la Défense Nationale. Le total de cet emprunt atteint le chiffre record de 18 milliards 200 millions.

Grâce à ces diverses opérations, la Trésorerie se trouve dégagée pour 4 ans. Les 8 milliards d'échéance de 1927 sont réduits à 1, les 8 milliards de 1928 à 3 et les 10 milliards de 1929 à 4; d'autre part, le Gouvernement français a remboursé à l'étranger, notamment en Angleterre, en Hollande et en Suisse pour plus de 6 milliards de prêts à court terme.

Toutes ces opérations de consolidation ainsi que les emprunts auxquels il a été partiellement souscrit avec des bons de la Défense Nationale n'ont du reste pas restreint, d'abord, les souscriptions nouvelles et le montant des bons émis s'est sensiblement relevé jusqu'en mai 1927 :

	Circulation de bons
	(en millions)
30 Septembre 1926.....	46.850
31 Octobre 1926.....	45.886
30 Novembre 1926.....	48.542
31 Décembre 1926.....	49.075
31 Janvier 1927.....	47.224
28 Février 1927.....	46.402
31 Mars 1927.....	47.432
30 Avril 1927.....	50.579
31 Mai 1927 (1)	53.104

L'augmentation momentanée de la masse des bons de la Défense Nationale en circulation n'a pas pour

(1) Voir page 104.

origine les besoins de l'Etat mais provient exclusivement, de l'abondance des disponibilités (provoquée soit par le rapatriement des capitaux nationaux, soit par le ralentissement du mouvement des affaires).

Les affaires de la Caisse autonome ne vont donc pas mal. En même temps, le revenu du monopole des tabacs croît dans des proportions intéressantes. On sait que si ce revenu est insuffisant pour assurer le service de la Caisse, celle-ci se voit affecter une annuité budgétaire d'un montant correspondant à cette insuffisance.

C'est ainsi, que pour 1927, les prévisions budgétaires ont fait état d'un produit net de recettes des tabacs de 2.535 millions. Comme le montant prévu pour le service des bons de la Défense et des obligations émises par la caisse s'élève à 3.025 millions, il a été nécessaire d'inscrire au budget une annuité de 490 millions en vue de combler la différence.

Cette annuité a fait l'objet de versements mensuels à la Caisse au fur et à mesure que s'est manifestée l'insuffisance prévue.

Réuni le 6 avril 1927 pour examiner la situation probable pour 1928, le Conseil d'Administration de la Caisse a estimé que le produit net de l'exploitation industrielle des tabacs serait suffisant pour couvrir les intérêts afférents aux bons de la Défense Nationale et aux titres émis par la Caisse. Il a décidé, en conséquence, de ne pas demander l'inscription d'un crédit au budget général de 1928 au titre de l'annuité prévue par l'article 6 de la loi du 7 août 1926. Cette décision représente pour l'Etat l'économie d'une annuité budgétaire d'un $\frac{1}{2}$ milliard.

Non seulement la Caisse autonome peut se passer en 1928 de l'aide du budget, mais encore elle a des disponibilités importantes qui lui servent de fonds de roulement et lui permettent de faire face à ses échéances; ces disponibilités s'élèvent à des sommes considérables.

1°) Il y a d'abord 1.200 millions d'avances permanentes faites par la Caisse autonome au Trésor et qui peuvent être escomptés aisément.

2°) Il y a surtout les dépôts à la Banque de France; on n'en connaît pas le montant exact. Toutefois on sait que ces dépôts paraissent au bilan de la Banque au poste : « comptes courants particuliers ». Si l'on remarque que ce poste s'élevait avant l'existence de la caisse à 4 ou 5 milliards environ et qu'il a varié en 1927 autour de 12 ou 13 milliards, on peut attribuer cette augmentation aux dépôts de la Caisse qui auraient donc atteint 8 milliards approximativement.

Ces disponibilités ont été vraisemblablement de 6 milliards, en décembre 1927, somme inférieure à celle de l'été 1927. Cela prouve que les émissions des bons de la Défense Nationale ont diminué légèrement en raison de la transformation des bons à 1 an en bons à 2 ans.

Néanmoins, on s'est étonné de la situation paradoxale de la Caisse, encombrée de numéraire qui ne lui rapporte aucun intérêt puisqu'il est confié à la Banque de France qui ne rémunère pas ses déposants.

Au demeurant, on suggère que le rôle de la Caisse autonome soit élargi, et qu'elle soit autorisée à consacrer ses ressources à l'amortissement non plus seulement des bons de la Défense Nationale, mais de la

dette publique en général, notamment par l'achat, à la Bourse, de rentes et de valeurs du Trésor. La loi qui a créé la Caisse ne permet point ces opérations. Mais elle prévoit néanmoins, sous une forme indirecte, l'amortissement généralisé; elle stipule, en effet, que des rentes, des bons du Trésor et des bons de la Défense Nationale pourront être acceptés en paiement de la taxe sur la première mutation et des droits de succession. Et la Caisse a été ultérieurement autorisée à déterminer elle-même la proportion dans laquelle ces impôts pourront être acquittés de la sorte. On sait que cette proportion a été fixée l'an dernier à 10 %; rien n'empêche la Caisse autonome de l'augmenter pour 1928 dans la mesure où elle le jugera opportun. Naturellement, la plus grande prudence doit être de règle si l'on se décide à entrer dans cette voie, mais il y a certainement là une suggestion intéressante.

Quoi qu'il en soit, la situation de la Caisse reste florissante. Disons même qu'elle fut trop florissante à un moment donné. Rappelons-nous, en effet, l'article 5 de la loi du 7 août 1926 qui est ainsi conçu : « Le montant maximum des bons gérés par la Caisse autonome est fixé à 49 milliards; ce maximum serait abaissé chaque année du montant des sommes affectées à l'amortissement ». En vertu de cet article à la suite de l'emprunt d'octobre 1926 et par délibération en date du 13 janvier 1927, le comité financier de la Caisse autonome d'amortissement a fixé pour l'année 1927 à 46 milliards, le maximum de la circulation des bons gérés par la caisse, compte tenu de la marge de 6 % autorisée, la limite s'élève à 48 milliards 760 mil-

lions. Les mêmes écritures intervinrent après la clôture de l'emprunt 6 $\frac{1}{2}$ amortissable, émis en mars-avril 1927 : la limite d'émission fut abaissée de 46 milliards à 38.700 millions, soit, avec la tolérance de 6 %, 41 milliards environ. Enfin, l'emprunt de juin-juillet 1927, ayant consolidé 300 nouveaux millions de bons à 2 ans, nous obtenons les chiffres définitifs de 38.400 millions et 40.700 millions.

Or, nous avons vu que ce maximum était largement dépassé; certes, après mai 1927, les remboursements de bons à un an n'ont plus été compensés par les souscriptions de bons à deux ans. Voici, en effet, les variations en millions de la dette gérée par la Caisse d'amortissement depuis le 30 avril :

Excédent d'émission en mai (1).....	+ 2.903
Bons repris à l'émission de rentes 6 %.....	— 7.398
Excédent d'émission en juin.....	+ 799
— des remboursements en juillet	— 755
— des remboursements en août	— 535
Bons repris à l'émission des obligations 6 %.	— 1.392
Excédent des remboursements en septembre	— 175
— des remboursements en octobre ..	+ 972

Diminution de la circulation du 30 avril au 31 octobre.....	— 5.581
--	---------

Au 31 octobre, la circulation était ainsi ramenée de 50.579 millions (total au 30 avril) à 44.998 millions. Il s'agissait de ramener cette dette au niveau légal, soit 40 milliards environ.

Dans sa réunion du 12 décembre 1927, le Conseil d'Administration décida donc de refuser en janvier et février 1928, les renouvellements de bons à un an

(1) Voir page 100.

jusqu'à concurrence de 600 millions par mois, soit 1200 millions en tout (1). C'est de la « déconsolidation forcée » qui s'est traduite au bilan de la Banque par une diminution des comptes courants particuliers où la Caisse dépose ses disponibilités et par une augmentation corrélative de la circulation monétaire.

En plus de ces 1.200 millions, il y a les non-renouvellements spontanément demandés par les porteurs. Enfin, il faut tenir compte de l'escompte de 2 milliards de bons détenus par la Caisse des Dépôts et Consignations, en février 1928. L'ensemble de ces trois éléments convergents a ramené le volume de la dette flottante au-dessous du plafond légal.

*
**

A juger de haut le travail de la Caisse d'amortissement, on peut dire qu'en réalité la consolidation a eu le pas sur l'amortissement proprement dit. C'était le premier objectif à atteindre. Il en est résulté que le total de la dette a plutôt augmenté en 1927. Ce résultat, bien que paradoxal en apparence, ne doit pas être considéré comme une regrettable prolongation de la politique d'emprunts suivie pendant de trop longues années. Deux faits capitaux marquent, en effet, le progrès réalisé: d'abord cet excédent n'a servi en

(1) On peut se demander pourquoi cette mesure brutale, qui eut pour effet de refouler sur le marché un surcroît d'argent frais inutile, ne fut pas remplacée par la tactique de l'abaissement du taux de l'intérêt. Une telle façon de procéder aurait eu, entre autres avantages, celui de faciliter une détente opportune du taux de l'argent à long terme.

aucune manière à combler des déficits budgétaires, ensuite, il a permis sans recourir à l'emprunt extérieur de doter la Caisse autonome des fonds de roulement nécessaires à ces opérations et qui lui manquaient. La Caisse possède, en effet, des disponibilités considérables et qui sont indispensables au jeu des consolidations volontaires dans la voie desquelles les dirigeants actuels des finances françaises semblent nous aiguiller.

La dette se trouve, en effet, augmentée en capital et en arrérages; nous calculerons plus loin l'augmentation en capital. Quant à l'augmentation en arrérages, elle résulte des conditions d'émission des divers emprunts ou émissions de consolidation.

On ne consolide pas une dette sans payer cet avantage par un accroissement des charges budgétaires. Voyons, par exemple, l'emprunt émis par la Caisse d'amortissement en 1926. Les bons de la Défense consolidés recevaient un intérêt de 5,50 % en moyenne, l'emprunt est au taux de 7,50 %, le budget devra donc servir à l'avenir un excédent annuel de 2 %. Le total des souscriptions fut de 3 milliards.

$$3 \text{ milliards} \times \frac{2}{100} = 60 \text{ millions (1)}$$

Le deuxième emprunt, celui qui fut organisé par le décret du 14 novembre 1926, donne des résultats similaires. Le Trésor émet des bons du Trésor décen-

(1) Il est vrai que cette somme incombera à la Caisse d'amortissement et non au budget de l'Etat, mais ce dernier étant appelé à nourrir la Caisse on peut dire que c'est une charge nouvelle qui est créée pour les contribuables.

naux 7 % net d'impôts sur le revenu, du droit de timbre et du droit de transmission, en coupures de 500 francs émises à 462 francs et remboursables à 525 pour remplacer les bons 6 % 1922 du Crédit National. Calculons ce qu'a coûté cette seconde opération. Les bons décennaux 1926 qui rapportent 35 francs par an sont au taux effectif de $\frac{35 \times 100}{460} = 7,804 \%$, ce qui

constitue une majoration de 1,804 % du taux précédent de 6 % et par conséquent un accroissement de 25 millions environ des charges annuelles de la dette publique. Remboursables au maximum en 10 ans à 525 francs, c'est un nouvel accroissement de 525 — 460 = 65 francs par titre souscrit, soit $65 \times 3.033.000 = 197$ millions environ de la dette en capital.

La somme de ces deux surcharges représente donc le prix dont l'Etat français a payé la sécurité de l'échéance de février 1927. Est-ce trop cher et pouvait-on faire mieux ?

L'état du marché et l'empressement des souscripteurs permettent de répondre affirmativement.

L'émission en février 1927 des bons du Trésor 7 % à 15 ans entraîne aussi une surcharge budgétaire d'environ 210 millions (1).

On pourrait faire des calculs parallèles pour les autres emprunts. C'est ainsi qu'un journal de rentiers raisonnant sur la base de l'or prouva que les porteurs

(1) Rapport de M. de Chappedelaine, rapporteur général de la Commission des Finances de la Chambre, sur le budget de 1928.

de bons du Trésor avaient un intérêt considérable à souscrire à l'emprunt qui fut lancé en avril 1927 (1). L'opération était moins bonne pour l'Etat. Amortissement compris, la surcharge annuelle qui résulte de cet emprunt s'élève à 155 millions (2).

Nous ne nous étonnerons pas que les souscriptions se soient élevées à 18.200 millions, chiffre qu'on n'avait plus atteint depuis l'emprunt 6 % 1920.

Si nous voulons maintenant évaluer le montant de l'augmentation de la dette, nous sommes extrêmement embarrassés. Des évaluations très diverses ont été données. Nous citerons à titre indicatif des chiffres donnés par M. le député Margaine, membre de la Commission des finances de la Chambre : à partir de juillet 1926, nous dit-il, la dette publique intérieure a varié de la manière suivante :

Fin juillet 1926.....	286.626	millions.
août —	286.720	—
oct. —	288.797	—
nov. —	291.764	—
déc. —	292.240	—
janv. 1927.....	292.276	—
fév. —	292.444	—
mars —	293.647	—
avril —	296.715	—
mai —	296.819	—
juin —	299.561	—
juillet —	300.296	—

(1) *Bulletin de l'Association des porteurs de rentes françaises*, avril 1927. Très intéressant article de M. Lemontier, délégué technique de cette association.

(2) Rapport de M. de Chappedelaine, rapporteur de la Commission des Finances de la Chambre, sur le budget de 1928.

De fin juillet 1926 à fin juillet 1927, la dette publique intérieure a donc augmenté de 13 milliards $\frac{1}{2}$ de francs. La dette à long terme s'est accrue de 23 milliards $\frac{1}{2}$. La dette à court terme — c'est le bénéfice de l'opération — a été réduite au contraire.

Ainsi, malgré la puissante dotation de la Caisse d'amortissement, nous n'avons pas assisté en 1927 aux amortissements que nous aurions pu prévoir. En terminant son rapport sur le budget des finances pour 1928, M. le député Palmade observe à ce propos : « Il n'y a pas encore de régression réelle des charges du service de la dette intérieure, parce qu'il faut procéder à des consolidations de la dette flottante, de la dette à court terme et aux émissions nécessaires pour achever le financement de la reconstitution des régions libérées. Du côté de la dette flottante, il y a allègement du flottant, consolidation, mais l'amortissement n'existe encore qu'en puissance. »

II

Le Trésor et les comptes courants à la Caisse centrale du Trésor.

L'existence de la Caisse d'amortissement résulte de la séparation effectuée par la loi du 10 août 1926 entre, d'une part, la Trésorerie de l'Etat, organisme de caisse chargé de recevoir les recettes, de faire face aux dépenses, de fournir les fonds de roulement et, d'autre part, la gestion de la dette flottante : paiement des

intérêts, aménagement des échéances, consolidation, amortissement, ceci délégué précisément à la Caisse autonome.

Après avoir succinctement examiné le travail de cette dernière, il nous appartient maintenant de voir rapidement ce qu'est devenue la trésorerie et d'en établir le bilan approximatif et probable (puisque les communications officielles restent muettes sur ce point).

Sa situation a été bouleversée par une considérable pléthore d'argent liquide qui ne sait où s'employer. C'est cette pléthore qui explique comment les comptes courants particuliers au Trésor, les comptes de chèques postaux, les caisses d'épargne regorgent d'argent. C'est cette pléthore encore qui explique le dégonflement du portefeuille commercial de la Banque de France.

Demandons-nous, d'abord, quelles sont les causes de ce flottant considérable d'argent liquide en excédent sur les besoins normaux de la vie économique du pays.

Il y a, tout d'abord, les conséquences de la politique d'achat de devises de la Banque de France. En effet, comment s'opéraient ces achats ? Comment les émissions de papier-monnaie effectuées à l'occasion de ces opérations ont-elles été compensées ?

Les billets ainsi mis en circulation sont revenus à la Banque en suivant un circuit assez curieux qui a suscité de nombreux commentaires et qu'il ne sera pas superflu de décrire de nouveau ici.

Les instruments de paiements dont il s'agit, après être passés en grande partie par le marché des valeurs

mobilières sont d'abord allés grossir les comptes de dépôts des établissements de crédits. Ceux-ci, à leur tour, les ont déposés à la caisse centrale du Trésor dont les comptes courants particuliers se sont trouvés enflés en conséquence.

D'autre part, la crise économique fait qu'une grande partie du numéraire en circulation reste inemployée. Enfin, la suppression des bons de la Défense Nationale à très court terme a mis dans l'embarras nos établissements de crédit qui utilisaient une partie notable de leurs dépôts en achetant des bons de cette catégorie. Ils ne peuvent évidemment acquérir dans une proportion équivalente des bons à deux ans, les seuls à peu près, qui subsistent aujourd'hui, car il en résulterait une immobilisation excessive des fonds que leur confie le public.

Force a donc été aux banques de déposer une partie de ces fonds dans les caisses du Trésor d'où elles peuvent les retirer facilement et rapidement (1).

Alors que les fonds liquides représentant une épargne en formation consentaient à se laisser progressivement consolider à la Caisse d'amortissement, les disponibilités représentant des fonds de roulement sont venues se réfugier au Trésor.

Ces dépôts augmentèrent rapidement. Les indications livrées au public quoique incomplètes permet-

(1) Les mêmes causes expliquent la situation des Caisses d'épargne. Les excédents nets des versements opérés dans les Caisses d'épargne ordinaires sur les retraits ont donné des montants en augmentation croissante et qui ont atteint 2.700 millions dans l'année 1927. Il y a là, évidemment, une dangereuse dette flottante à vue.

tent de caractériser cette évolution par les chiffres suivants.

Avril 1926.....	1.600 millions	(1)
Mars 1927.....	5.693	— (2)
Juin 1927.....	11.000	— (maximum) (3)

Cette dette nocive, parce qu'à chaque instant, une panique, une campagne ou, plus simplement, la reprise des affaires, pouvait faire affluer les souscripteurs désireux de se procurer des disponibilités aux guichets du Trésor, a été longtemps le point délicat de l'œuvre du ministère Poincaré. Pour rembourser ces milliards, une inflation eût été indispensable. Or, toute l'œuvre d'un an aurait été compromise par une émission de billets. Le mouvement de spéculation sur le marché des changes pouvait en être retourné et nous avons dit combien serait dangereux le renversement de la spéculation.

Certains publicistes ont donné au phénomène du développement des comptes courants le nom — péjoratif dans leur esprit — « d'inflation de crédit ».

Si l'on entend par inflation, purement et simplement, la création de pouvoirs d'achat, ces écrivains ont raison; mais s'ils veulent englober dans leur formule une idée de critique ou de crainte, il semble bien qu'ils se trompent. L'inflation ne devient morbide et néfaste que lorsqu'elle est suivie de certaines conséquences bien connues dont la principale est la hausse

(1) Rapport des experts.

(2) En réponse à une question posée par M. Bussat, député, le Ministre des Finances fait connaître par la voie de l'*Officiel*, le 21 mai 1927, le renseignement ci-dessus.

(3) Chiffre donné dans le *Temps* par M. Frédéric Jenny.

des prix; or, tout au contraire, nous avons assisté à une compression des prix.

Nous ne sommes donc pas en présence d'une inflation dangereuse; tout au plus, on peut dire que l'existence d'un plus grand nombre d'unités monétaires sous forme de numéraire, ou bien, simplement en puissance, rend plus malaisée la stabilisation légale de la monnaie. C'est pourquoi le Gouvernement entreprit fort sagement de consolider les comptes courants.

Effectivement, à chaque emprunt, quelques millions sortaient de la caisse pour souscrire et une créance à long terme était ainsi substituée à une créance à vue. Mais la solution restait insuffisante car les souscriptions croissaient plus vite que les consolidations. En juin 1927, au moment où le passif du Trésor atteignait, nous l'avons vu, son maximum, le Gouvernement décida donc d'entreprendre des efforts particuliers pour dégonfler ce poste inquiétant. Ce fut l'objet de l'emprunt de juin 1927. Cet emprunt fut une opération très vaste portant sur l'ensemble de notre trésorerie. Nous en expliquerons en détail le but et les conséquences; ce sera l'occasion de passer en revue l'ensemble de la situation financière au moment où il fut lancé. Ensuite, nous chercherons à voir dans quelle mesure subsiste l'abondance monétaire anormale.

L'emprunt de « ponction » de juillet 1927.

La première chose à se rappeler est que le bilan de la Banque de France se compose de quatre postes essentiels : à l'actif, les avances à l'Etat et les devises

achetées récemment («divers»); au passif, les billets en circulation et les dépôts des particuliers (dont la plus grande partie est constituée par les dépôts qui appartiennent à la Caisse autonome de gestion des bons). D'autre part, on sait que le maximum des avances autorisées que la Banque peut faire au Trésor s'élevait à 36 milliards $\frac{1}{2}$; lors de l'émission, le Trésor avait donc une marge de 10 milliards provenant des remboursements qu'il avait effectués à la Banque depuis le début de l'année. Mais en même temps, le Trésor, avait ouvert ses caisses aux dépôts des particuliers (dépôts à vue à la Caisse centrale) dont il a été parlé ci-dessus.

Le Trésor recevant des dépôts en comptes courants dont il n'avait pas l'emploi, les confiait à la Banque qui les considérait comme un remboursement des avances qu'elles avait consenties; la Banque utilisait à son tour ces remboursements pour acheter les devises qui figurent à son poste «divers»; d'autre part, la Caisse autonome qui a pris en charge un certain nombre de bons, a vu affluer plus de souscripteurs qu'il n'était nécessaire pour le simple renouvellement des titres en circulation; elle a, de ce fait, reçu des sommes considérables dont elle n'a aucun emploi et elle les a confiées à la Banque; celle-ci les a utilisées comme elle faisait des fonds reçus de l'Etat et a acheté des devises.

Mais il ne faut pas oublier : 1° que le Trésor peut être amené à rembourser ses déposants si ceux-ci désirent lui retirer leurs fonds; 2° que la Caisse autonome n'a également que des disponibilités temporaires; à l'échéance des bons, elle les rembourse.

En résumé, tout s'est passé comme si les achats de devises avaient été effectuées par la Banque en majeure partie au moyen de fonds qu'elle pouvait être appelée à rendre à ses déposants : l'Etat et la Caisse, s'ils en avaient besoin.

C'est sur cette situation que vient brocher l'emprunt de « ponction » de l'été 1927. Il pouvait y être souscrit soit en numéraire, soit en bons.

Dans la première hypothèse, le but essentiel visé est de consolider les comptes courants à vue du Trésor. Les particuliers qui veulent souscrire, vont le faire au moyen de fonds qu'ils ont en banque et, de ce chef, on verra diminuer les disponibilités que les Banques ont, faute de meilleur emploi pour l'argent à court terme, placé à la Caisse centrale. C'est alors le Trésor lui-même qui fournit par ce long circuit l'argent « frais » que ses souscripteurs lui portent.

L'avantage pour le Trésor est de ne plus avoir le souci de rembourser à tout instant les comptes courants puisqu'il a remplacé son déposant à vue par un prêteur en 50 ans. Le Trésor peut donc se retourner vers la Banque de France pour lui dire : « Le remboursement que je vous avais fait était précaire puisque je pouvais avoir à vous redemander les sommes que je vous remettais; mais aujourd'hui, j'ai consolidé tel montant de ces emprunts provisoires que j'avais contractés de sorte que je ne vois aucun inconvénient à ce que le plafond des avances soit abaissé de ce même montant ». Rien n'apparaît d'ailleurs, dans le bilan de la Banque; le Trésor ne bénéficie d'aucune ressource nouvelle, il ne pratiquera aucun remboursement nouveau; simple opération de consolidation.

Mais voyons, maintenant, la seconde hypothèse : les souscriptions ont lieu non en numéraire, mais en bons. Le circuit est différent mais conduit à des résultats identiques. Le Trésor reçoit un bon de 1.000 francs, il le présente à la Caisse qui le lui escompte au moyen des disponibilités qu'elle possède à la Banque; après quoi, le Trésor place ces 1.000 francs en les remettant à la Banque comme remboursement *nouveau* de ses avances. Mais, que l'on ne s'y trompe pas. Il y aura bien diminution des avances à l'Etat, mais cela est tout à fait indifférent à la Banque, car cet argent que le Trésor lui porte, *elle l'avait déjà en sa possession*, puisqu'il lui était confié par la caisse (comptes courants particuliers). Là encore, il n'y aura pas de déflation mais une simple opération de comptabilité bancaire; on verra au bilan de la Banque les disponibilités de la caisse passer à l'Etat qui en diminuera le compte de dette.

On peut se demander à quoi tiennent ces sortilèges. Il ne faut pas se le dissimuler, c'est à la violation de la loi que résulte de l'excès des bons en circulation : si, en effet, l'Etat faisait seul l'opération, empruntait de l'argent frais et remboursait à la Banque il y aurait, qu'on le veuille ou non, déflation. Si, la caisse, à son tour, voulait opérer seule, bien loin de pouvoir consolider ses bons, elle devrait les rembourser puisqu'ils sont en excédent; il faudrait donc s'adresser à la Banque pour en retirer les disponibilités et si la Banque ne voulait pas vendre les devises qu'elle a achetées, elle devrait livrer de nouveaux billets, c'est-à-dire réaliser l'inflation qui était alors en puissance. En combinant, comme il le fait, les deux opérations,

le Trésor arrive à point nommé pour pratiquer un emprunt qui allège sa propre situation vis-à-vis de la Banque, puisqu'il diminue sa dette, et n'oblige en rien la Banque à changer sa politique puisque toutes ces sommes sont déjà en sa possession. C'est extrêmement ingénieux.

Dans les deux hypothèses que nous avons successivement envisagées, l'emprunt se borne à des opérations de consolidation. Mais il y a une troisième hypothèse, c'est que la souscription soit faite au moyen de réserves des particuliers ou des banques sans que pourtant elle donne lieu à un abaissement des comptes courants au Trésor. Dans ce cas, l'emprunt est nettement un emprunt de déflation qui oblige la Banque, soit à réduire sa circulation, soit à gonfler encore son portefeuille de devises; et, d'autre part, cela laisse subsister le problème si sérieux, que pose l'existence des comptes à vue de la Caisse centrale. L'opération, à ce point de vue, passe donc au-dessus de son premier objectif; elle absorbe les disponibilités du public dont le Trésor n'a plus besoin, mais n'attire pas celles qu'il a actuellement sous une forme précaire et qu'il faut consolider.

Nous allons voir maintenant les résultats de l'emprunt, soit en ce qui concerne le total des souscriptions, soit en ce qui concerne les diverses opérations de consolidations qui lui ont succédé.

Montant total des souscriptions : 4.642 millions (c'est-à-dire relativement peu); cette somme se décompose ainsi :

3.250 millions seulement en numéraire dont 1.300 millions en argent frais *ne provenant pas des comptes courants de la Caisse centrale* ;

1.115 millions en bons de la Défense Nationale échéant en 1927 et 1929 ;

277 millions en bons de la Défense National échéant en 1929.

En exécution de la convention passée le 13 juin 1927 entre l'Etat et la Banque de France, le montant maximum des avances de la Banque au Trésor qui s'élevaient à 36.500 millions devait être abaissé d'une somme égale au capital des obligations libérées soit en numéraire, soit en bons de la Défense Nationale, escomptés par la Caisse autonome, c'est-à-dire de 4.365 millions. Sur ces bases, le plafond des avances aurait été abaissé à 32 milliards 135 millions; il apparut opportun de le ramener au chiffre rond de 32 milliards par une réduction globale de 4.500 millions. Le Trésor a procédé au remboursement de la Banque d'une somme égale. Les remboursements ont été inscrits à plusieurs bilans successifs depuis l'émission de l'emprunt jusqu'au 31 août 1927.

Par ailleurs, les 1.300 millions d'argent frais ne provenant pas de comptes courants de la Caisse centrale ont été remis à la Banque de France en diminution de ses avances au fur et à mesure de leurs souscriptions. Il suffit d'examiner les bilans de la Banque pour s'apercevoir que les avances ont été réduites du 23 juin au 11 août, de 1.100 millions; les 200 millions restants ont servi à liquider les dépenses courantes du Trésor.

En ce qui concerne les comptes courants, objectif

essentiel de l'emprunt comme le prouve la campagne de presse préparatoire, voici le résultat: 2 milliards environ ont été consolidés (1).

Par ailleurs, diverses raisons, sur lesquelles on ne s'est pas encore clairement expliqué, ont dégonflé notablement les comptes courants. Entre autres, les opérations de report sur devises — qui permettent à nos établissements de crédit de consacrer une partie de leurs disponibilités à de achats de changes — en d'autres termes, de placer temporairement cette partie à l'étranger — ont naturellement abouti à une nouvelle diminution des comptes courants.

En octobre 1927, ceux-ci ne s'élevaient plus qu'à 6 milliards environ (contre 11 en juin). En novembre, ils tombaient au-dessous de 4 milliards et ils terminaient l'année à 3 milliards environ. En février 1928, ils oscillaient autour de 2 milliards $\frac{1}{2}$.

Cette somme est encore trop importante; dans leur rapport les experts estimaient dangereux les comptes courants qui s'élevaient à l'époque à 1.600 millions. Que diraient-ils aujourd'hui ?

(1) 2 milliards d'argent frais provenant des comptes courants + 1.300 millions d'argent frais ne provenant pas des comptes courants, = 3.300 millions montant que nous donnons plus haut du numéraire souscrit.

Le Gouvernement avait espéré des résultats plus amples. « Les buts que se proposaient le Gouvernement ne sont que partiellement atteints », écrivait à ce sujet M. Frédéric Jenny (*Temps Economique*, 1^{er} août 1927).

M. le député Chabrun considère que cette opération a « échoué ». (Chambre, 2 et 3 février 1928. *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre, 3, 4 février).

En tous cas, ces comptes courants sont garantis et peuvent être remboursés facilement à chaque instant. La marge qui sépare le montant effectif des avances de la Banque de France à l'Etat de leur maximum légal (sans parler des disponibilités du Trésor et devises étrangères) serait suffisante pour permettre au Trésor de rembourser immédiatement la totalité de sa dette à vue, si, par impossible, ce remboursement lui était demandé du jour au lendemain.

De ce point de vue, on ne peut pas comparer l'actuelle dette flottante à celle d'il y a deux ans, dont le remboursement même partiel ne pouvait être assuré que par une inflation dangereuse.

L'abondance monétaire à la fin de 1927.

Serrons maintenant de plus près, ainsi que nous nous l'étions promis, le problème de l'abondance monétaire (1).

Il s'agit, somme toute, de rechercher dans quelle proportion l'émission des billets et la création de crédits-francs qui ont formé la contre-partie des achats de devises faits par la Banque ont abouti à une inflation de moyens de paiements intérieurs et dans quelle proportion les capitaux ainsi déversés dans l'économie nationale se sont, au contraire, fixés en placements à échéance plus ou moins longue. Pour nous rendre compte de cette répartition, il nous faut examiner de combien a augmenté, du fait des opérations

(1) Cf. *Temps Economique*, numéros 24.195 et suivants.

de change effectuées par l'Institut d'émission, la somme des pouvoirs d'achats existant dans le pays. Naturellement, il ne peut s'agir dans cet examen que des pouvoirs d'achats proprement dits. Dans un sens large, tous les titres, créances et valeurs nationales, constituent des pouvoirs d'achats latents en raison des facultés d'acquisition nouvelles que peuvent en procurer la vente ou l'escompte. Mais les pouvoirs d'achats dont l'accroissement rapide s'est traduit par une inflation sont uniquement les capitaux liquides, immédiatement et directement utilisables pour des paiements, et dont le caractère exclut, chez ceux qui les détiennent, toute préoccupation d'épargne.

Ce sont essentiellement les billets de banque et les dépôts et comptes courants à vue. Ni les bons du Trésor ou de la Défense Nationale, ni à plus forte raison les valeurs à plus long terme ne doivent donc être considérés comme des pouvoirs d'achats dans le sens qui nous intéresse ici.

Nous allons successivement examiner, comme représentant des pouvoirs d'achats :

- a)* Les dépôts et comptes courants dans les banques;
- b)* Les dépôts à vue au Trésor;
- c)* Les billets en circulation ;
- d)* Les comptes courants particuliers à la Banque;
- e)* Les dépôts dans les Caisses d'épargne;

a) Les dépôts et comptes courants dans les banques. Remarquons tout de suite que l'addition pure et simple des billets de banque et de la totalité des dépôts et comptes courants donneraient un résultat inexact en raison des doubles emplois que comporte-

rait une telle évaluation. En particulier, les dépôts à vue recueillis par le Trésor représentent des capitaux confiés par le public aux banques et qui n'ont pu être employés autrement ; ces capitaux figurent donc déjà dans les dépôts des comptes courants des établissements de crédit. De plus, les billets que les banques conservent dans leur caisse font double emploi avec un montant de dépôts correspondant. Pareillement, les fonds déposés par chaque banque dans d'autres établissements, doivent être déduits de l'ensemble de ses propres comptes de dépôts.

Pour éviter ces doubles emplois, il nous suffira de retrancher de l'ensemble des dépôts, y compris ceux reçus par le Trésor, les sommes figurant à l'actif des bilans des établissements de crédit dans le chapitre « caisse et banque », chapitre qui englobe à la fois les billets détenus par ces établissements et les dépôts qu'ils ont eux-mêmes effectués soit dans les autres banques soit à la Caisse centrale du Trésor.

Le tableau ci-dessous donne pour l'ensemble de quatre grands établissements de crédit (Crédit Lyonnais, Comptoir National d'Escompte, Société Générale et Crédit Industriel et Commercial) le montant : 1° du poste « caisse et banque » ; 2° du portefeuille d'effets et de bons ; 3° des dépôts et comptes courants à vue aux dates du 31 décembre 1926, 30 juin et 31 novembre 1927 : (en millions).

	ACTIF		PASSIF
	Caisse et Banque	Portefeuille	Dépôts et comptes- courants
31 Décembre 1926.....	3.615	15.405	22.469
30 Juin 1927.....	9.992	11.648	26.171
30 Novembre 1927.....	5.803	15.642	25.785

L'augmentation des comptes courants (3.700 millions dans les six premiers mois de l'année) résulte des achats de changes effectués par la Banque de France. Les vendeurs de changes, français ou étrangers, laissent, en effet, en dépôt dans les banques les francs qu'ils ont achetés en contre-partie. D'où accroissement des comptes courants et dépôts.

Simultanément, il s'est produit dans la composition de l'actif des bilans sus-visés, des modifications profondes. D'abord, le portefeuille d'effets et de bons des quatre banques en question — portefeuille qui représente essentiellement les emplois *productifs* des dépôts — a fléchi du 31 décembre au 30 juin de 3 ½ milliards. Cette diminution provenait surtout de la suppression progressive des bons de la Défense Nationale à très court terme dont une quantité importante avait figuré naguère dans le dit portefeuille.

Enfin, l'effet cumulé de l'augmentation des dépôts et de la diminution du portefeuille se traduit dans le chapitre « caisse et banque » qui comprend outre l'encaisse nécessaire au fonctionnement normal des établissements, les emplois *improductifs* des dépôts, et qui s'est accru pendant le premier semestre de l'exer-

cice de près de 6 milliards; ce gonflement reflétait, en grande partie, la substitution aux bons de la Défense Nationale supprimés des dépôts dans les caisses du Trésor vers lesquelles les Banques avaient dirigé les dépôts du public qu'elles ne pouvaient utiliser autrement.

Le 31 novembre, cette situation se trouve modifiée. Les comptes courants et dépôts accusent, par rapport au 30 juin, une régression de 1 milliard $\frac{1}{2}$. La cause en a résidé évidemment dans les souscriptions à l'emprunt de ponction émis en juillet. En même temps, le portefeuille a augmenté de plus de 4 milliards, mais ce relèvement est dû à une autre cause. La raison principale en a été l'exportation temporaire des capitaux, rendue possible à partir du 1^{er} août grâce aux opérations de report effectuées par la Banque de France, exportation qui a permis aux établissements de crédit de faire entrer dans leur portefeuille des traites sur l'étranger.

Quant au poste « caisse et banque », il a fléchi sous cette double influence de 4 milliards. L'inflation de crédit, née des opérations de changes de la Banque, s'est donc trouvée très sensiblement atténuée.

L'augmentation globale des dépôts par rapport au 31 décembre 1926 ne ressortait plus, le 31 novembre 1927, qu'à 3 milliards environ, pendant que celle du chapitre « caisse et banque » se trouvait réduite à 2 milliards. Et, comme pour l'exactitude de notre calcul, il nous faut comparer les dépôts, déduction faite des fonds en caisse, en banque et au Trésor, nous constatons, en définitive, au 31 décembre 1927, pour les

établissements considérés, une augmentation de 1 milliard sur le bilan du 31 décembre 1926.

Naturellement, une partie seulement des disponibilités liquides existant sous forme de dépôts en banque se trouve concentrée dans les quatre grands établissements dont nous venons d'examiner la situation. D'après les calculs qui ont été faits, cette partie représente régulièrement, de 1919 à 1926, la moitié environ des dépôts et des comptes courants de l'ensemble des banques privées. En doublant tous les chiffres qui précèdent, nous obtiendrons donc des taux correspondant approximativement à la réalité.

On constate ainsi que le montant global des dépôts en banque (non compris ceux faits à l'Institut d'émission) a dû s'accroître du 31 décembre 1926 au 30 juin 1927 d'environ 7 milliards; que le 31 novembre, l'augmentation n'en était plus que de 6 milliards approximativement; que l'encaisse totale des banques représentée par les billets, les fonds déposés dans les autres banques et au Trésor avait augmenté de 12 milliards le 30 juin, que, le 31 novembre, elle était supérieure de 4 milliards à ce qu'elle avait été à la fin de l'année 1926; que, par conséquent, les dépôts et comptes courants, déduction faite de cette encaisse, faisaient apparaître une diminution d'environ 5 milliards, le 30 juin, et une augmentation de 2 milliards, le 31 novembre.

b) Quant aux dépôts à vue au Trésor qui s'étaient maintenus pendant les derniers mois de 1926 aux environs d'un milliard, ils atteignaient 11 milliards à la fin de juin, mais, le 31 décembre, ils étaient ramenés à un peu moins de 3 milliards $\frac{1}{2}$. Ils avaient donc aug-

menté de 10 milliards en juin par rapport à décembre. La progression en représentait encore 2 milliards à la fin de décembre.

c) d) Si nous examinons maintenant le bilan de la Banque de France, nous voyons d'abord que le montant des billets en circulation est passé de 54.300 millions au commencement de juillet et à 56 milliards $\frac{1}{2}$ le 1^{er} janvier 1928; ensuite, que les comptes courants particuliers de la Banque ont atteint 5 milliards $\frac{1}{2}$ au début de janvier 1926, près de 12 milliards à la fin du premier semestre et 8 milliards à la fin de l'année.

Les premiers étaient donc, depuis le début de l'année, en diminution de 350 millions, le 30 juin, mais en augmentation de 1 milliard $\frac{3}{4}$, le 31 décembre, tandis que les seconds étaient en augmentation de 6 milliards $\frac{1}{2}$ au commencement de juillet et de 3 milliards le 1^{er} janvier 1928. Il convient de faire remarquer que le gonflement de ces comptes provient exclusivement des dépôts effectués à partir du mois de mai par la Caisse d'amortissement, dépôts qui s'élevaient le 1^{er} septembre, après l'escompte de 1 milliard de bons effectuée par suite de l'emprunt de conversion, encore à 7 milliards $\frac{1}{2}$ environ, mais à 6 milliards seulement à la fin de 1927.

Les dépôts des banques et des particuliers qui existaient seuls au début de janvier ont, au contraire, fléchi, puisque le 15 avril ils étaient inférieurs à 4 milliards. Quant aux fonds accumulés par la Caisse autonome, ils constituent bien un pouvoir d'achats immédiat, mais celui-ci présente un caractère spécial. Provenant des excédents de souscriptions des bons de la

Défense Nationale, ils sont destinés exclusivement à combler les insuffisances éventuelles des souscriptions futures par rapport aux demandes de remboursement auxquelles la Caisse aura à faire face. L'augmentation des pouvoirs d'achats dans la mesure où elle provient de cette source ne pèse donc pas, pour le moment du moins, sur le marché monétaire.

e) Il faut, enfin, tenir compte de l'excédent considérable des dépôts dans les caisses d'épargne sur les retraits, excédent qui s'élevait du 1^{er} janvier 1927 au 30 juin à plus de 1. 200 millions et à la fin de l'année à 2.700 millions. En principe, ces dépôts représentent non un pouvoir d'achat proprement dit mais un placement. Cependant, en raison de la difficulté qu'ont éprouvée, l'année dernière, les entreprises à utiliser temporairement leurs fonds de trésorerie, beaucoup d'entre elles en ont déposé une partie dans les caisses d'épargne où un intérêt relativement élevé leur est servi. Dans la mesure où il en est ainsi, les dépôts en question sont évidemment assimilables aux dépôts en banque. En évaluant à la moitié environ, ceux qui ont revêtu ce caractère pendant la période envisagée, on sera sans doute peu éloigné de la vérité.

D'après les chiffres qui précèdent, nous pouvons évaluer comme suit l'augmentation totale qu'a subie la somme des pouvoirs d'achats immédiats depuis que la Banque de France assure la stabilisation de notre devise :

	Variations du 31 décembre 1926 au	
	30 Juin 1927	31 Déc. 1927
	(en milliards de francs)	
a) Dépôts et comptes courants des banques privées, déduction faite des « encaisses ».....	— 5	+ 2 (30 nov.)
b) Dépôts à vue au Trésor.....	+ 10	+ 2
c) Circulation fiduciaire	— 0,3	+ 2
d) Comptes courants particuliers de la Banque de France.....	+ 6,5	+ 3
e) Dépôts dans les Caisses d'épargne (1/2)	+ 0,6	+ 1,3
TOTAUX.....	+ 11,8	+ 10,3

Alors que l'Institut d'émission a déversé dans le pays près de 25 milliards de capitaux francs, l'ensemble des pouvoirs d'achats intérieurs qui, à la fin du premier semestre de 1927, c'est-à-dire à un moment où la banque n'avait encore acheté que pour 20 milliards environ de devises étrangères, s'était accru de 12 milliards, n'accusait plus le 31 décembre qu'une augmentation de 10 milliards. Le reste s'est résorbé avec une rapidité remarquable en s'incorporant par des investissements divers dans l'économie nationale. Cette constatation dont il est à peine besoin de souligner le caractère inévitablement approximatif n'en est pas moins rassurante. D'autant plus que, la fin de l'année étant toujours une période d'inflation

saisonnnière, la pléthore monétaire s'est encore réduite dès le début de 1928 (1).

La situation actuelle des comptes courants au Trésor.

Mais il ne faut pas se hâter trop de crier victoire : la situation actuelle est encore riche en inconvénients graves.

On reprochait vivement à la dette flottante d'autrefois, de donner à des syndicats privés une force néfaste sur l'Etat dont ils avaient tendance à abuser au bénéfice d'intérêts privés ou politiques. Si cela est vrai, rien n'est changé, de ce point de vue : les banques possédaient de gros paquets de notre dette flottante, aujourd'hui elles sont titulaires de comptes courants importants.

Aujourd'hui comme alors, il leur est facile d'exercer sur l'Etat une pression dangereuse.

M. Léon Blum, député, qui est l'un des adversaires

(1) Au début de l'année 1928, la crainte de *l'inflation-pouvoirs d'achat* étant partiellement apaisée, fit place à la crainte de l'inflation proprement dite, *l'inflation-circulation fiduciaire*. En effet, par suite des remboursements de la Caisse d'amortissement et de la continuation des achats de devises de la Banque, la circulation fiduciaire s'accrut considérablement et vint même à dépasser l'ancien plafond de 58 milliards $\frac{1}{2}$ jusque-là non encore atteint. Cette situation n'est pas inquiétante et il existe divers moyens (emprunt de « ponction » comparable à celui de l'été 1927, rétablissement de la liberté d'exportation des capitaux, etc.), permettant d'y faire face assez facilement.

politiques du Président du Conseil, établissant le bilan de son œuvre déclarait, il y a quelques mois, qu'au moins l'Etat se trouvait, désormais, affranchi dans une large mesure « de la pression des puissances financières ». Nous ne pouvons malheureusement souscrire à cette affirmation.

D'ailleurs, c'est non seulement au point de vue politique que nous avons des objections à formuler; au point de vue financier même, l'existence de comptes courants à vue, quoique le volume en ait diminué, nous semble pleine de danger.

Si nous considérons, par exemple, le marché monétaire, nous voyons aussitôt que le fonctionnement en est dans les conditions présentes, extrêmement défectueux. Tous les bons à courte échéance ayant été supprimés et l'abondance des disponibilités liquides se trouvant en disproportion avec les besoins de crédit à court terme du commerce et de l'industrie, les capitaux qui ne peuvent ou ne veulent pas s'immobiliser ont été obligés de se réfugier dans les comptes courants du Trésor où ils reçoivent un intérêt insignifiant à peine supérieur à 1 %. Ce taux très bas pèse sur tout le marché monétaire. Les opérations de reports sur devises que les banques effectuent depuis quelques mois ont certes amélioré la situation, mais elles ne présentent pas une élasticité suffisante pour pouvoir y remédier réellement.

Cet état de choses comporte des inconvénients qui, pour ne s'être point manifestés encore d'une façon tangible, n'en existent pas moins. La compression du loyer de l'argent à court terme risque d'entraîner à un

moment donné des spéculations fâcheuses, elle menace surtout d'inciter certaines banques à immobiliser dans une mesure excessive les capitaux que leur confie le public sous forme de dépôts, ce qui ne manquerait pas de provoquer, en cas de difficultés, des embarras sérieux.

D'autre part, le système actuel exclut tout contrôle sérieux de la Banque de France sur le marché monétaire : les mouvements de l'argent à court terme lui échappent, son portefeuille commercial se trouve réduit à un volume extrêmement faible. Il a passé de 15 milliards au 7 janvier 1927 à 1 milliard $\frac{1}{2}$ environ pendant l'été de 1927. En effet, les commerçants qui ont besoin de disponibilités en ont suffisamment, soit en caisse, soit en banque, soit au Trésor; ils n'ont plus besoin de recourir à l'escompte toujours relativement onéreux de la Banque de France. Avant la guerre, le portefeuille d'escompte total de Paris et de toutes les succursales, y compris la province, était de 1.900 millions à 2 milliards de francs-or, au maximum; il n'est plus que de 1 milliard $\frac{1}{2}$ de francs-papier soit moins de 300 millions or.

Conséquences : Si les besoins de capitaux augmentent, ce n'est point à la Banque qu'on s'adressera ; les établissements de crédit retireront directement à la Caisse du Trésor les fonds qu'il y ont déposés et la Banque de France qui ne s'en apercevra que par les prélèvements correspondants que l'Etat fera sur son compte d'avances, ne pourra exercer nulle action régulatrice sur les taux.

Or, en l'absence d'un contrôle effectif exercé par l'Institut d'émission sur le volume de la circulation et

des crédits, il ne saurait y avoir de régime monétaire véritablement sain.

Les inconvénients concernant le marché monétaire ne sont pas les seuls inconvénients des comptes courants au Trésor.

Comme ils ont permis de rembourser à la Banque de France les avances à l'Etat, leur précarité entraîne la précarité de ces remboursements.

Grâce à la marge importante qui existe actuellement entre le montant effectif et la limite légale des avances de la Banque de France à l'Etat, les prélèvements que le Trésor aurait à effectuer éventuellement ne nécessiteraient, nous l'avons dit déjà, nul embarras matériel. Mais, les conséquences d'un tel renversement de la situation monétaire ne menaceraient pas moins d'être fâcheuses.

En premier lieu — et quelque soin que l'on prenne pour avertir le public que la diminution actuelle de la dette envers la Banque de France ne doit pas être considérée comme définitive — les nouvelles augmentations des avances à l'Etat produiraient en France aussi bien qu'à l'Etranger une impression défavorable. De plus, on pourra se trouver à ce moment en présence d'une situation encore plus grave : si la tendance du marché se renversait et si les demandes de devises dépassaient les offres, l'Institut d'émission serait obligé de vendre une partie de ses disponibilités en devises pour empêcher une baisse du franc. Il se produirait alors une évolution diamétralement opposée à celle que nous avons observée en 1927 et pour peu que survienne quelque difficulté politique ou

autre, ce processus inverse risquera de se dérouler selon un rythme plus ou moins précipité.

La précarité des remboursements à la Banque peut encore faire naître des illusions quant au progrès de l'assainissement monétaire.

Toutes ces ombres au tableau de la stabilité de fait nous amènent une fois de plus, à espérer la stabilisation légale définitive prochaine. Il ne fait pas de doute qu'une fois cette stabilisation acquise, la Banque de France maîtrisant par le jeu de l'escompte l'afflux et le reflux des devises sur le marché cambiste, commandera aussi indirectement l'afflux des souscriptions au Trésor. Elle pourra ainsi veiller désormais à leur réduction progressive et à leur transformation en bons du Trésor spécialement créés pour les remplacer.

Par ailleurs, la stabilisation légale permettant aux porteurs de capitaux de les expatrier sans crainte, encouragerait l'excédent d'argent liquide « flottant » à aller s'employer à l'étranger et à dégonfler ainsi notre marché. A cet égard, l'autorisation donnée à la Banque de France de jouer à terme sur les devises, de même que les diverses atténuations apportées à la loi sur l'exportation des capitaux sont des mesures d'amorce dont la suite normale est la stabilisation définitive.

Le bilan du Trésor.

Nous pouvons maintenant tenter d'établir le bilan du Trésor ainsi que nous nous le promettions tout à l'heure. Nous ferons abstraction des paiements et des

recettes extérieures que l'on nous dit se balancer sensiblement et dont nous reparlerons.

1° Calculons le passif :

a) Comptes courants. Nous venons d'en parler. Nous en évaluons le montant à 3 milliards environ au 31 décembre 1927.

b) Le Trésor doit à la Caisse d'amortissement 1.200 millions qu'il a reçus à titre d'avance permanente pour parer aux aléas des souscriptions de bons.

c) Le Trésor a émis en janvier, février et mars 1927, en vertu d'un arrêté du 30 décembre 1926, pour 4.900 millions de bons à très court terme. Il y en avait encore 156 millions en circulation le 30 novembre. Les bons restant en circulation viennent à échéance au plus tard le 3 février 1928 (1).

2° Voyons maintenant l'actif :

a) Marge d'avances à la Banque de France. Le maximum légal étant de 31 milliards et la circulation, en décembre 1927, de 25 milliards environ, la marge est de 6 milliards environ.

b) Comptes courants à la Banque de France. A la fin de 1927, ce poste s'élève à la somme de 35 millions environ.

c) Devises étrangères. Indépendamment de la Banque de France qui accumule des devises, le Trésor a acheté et emprunté, ainsi que nous l'avons dit, de grosses quantités de devises pour faire face à des paiements extérieurs. On sait que le stock des devises ainsi constitué est supérieur à l'ancien fonds Morgan

(1) Question écrite de M. Paul Jacquier, député, à M. le Ministre des Finances, *J. O.*, Débats parlementaires, 23 décembre 1927.

(90 millions de dollars) mais on ignore son montant exact. Nous ferons état du chiffre de 3 milliards de francs qu'on a cité à plusieurs reprises (115 millions de dollars environ).

Négligeant certains postes moins importants, on pourrait donc dresser de la façon suivante la situation de la Trésorerie au 1^{er} janvier 1928 :

Passif

Dépôts au Trésor.....	3.000 millions.
Caisse autonome.....	1.200 —
Bons du Trésor 1926, environ.....	100 —
TOTAL.....	4.300 millions.

Actif

Marge des avances de la Banque de	
France	6.000 millions.
Comptes courants à la Banque....	35 —
Devises étrangères.....	3.000 —
TOTAL.....	9.035 millions.

Il ressort de ces calculs *très approximatifs* un solde important en faveur de l'actif qui permettra de faire face aisément aux 3 milliards d'échéances de 1928. Ce solde doit d'ailleurs persister et même s'amplifier. Le Trésor a, en effet, des ressources régulières considérables. Par contre, il y a une ombre au tableau. Les rentrées d'impôts vont-elles continuer à décroître ? Depuis la crise économique les impôts indirects (proportionnels en quelque sorte à l'activité du pays) rentrent de moins en moins. Cet aspect inquiétant de nos finances a une répercussion particulière sensible sur la trésorerie.

APPENDICE

LA TRÉSORERIE EXTÉRIEURE.

A côté du problème de la trésorerie intérieure, il existe un problème de la trésorerie des dettes extérieures et des moyens de défense du change. Ce problème tirait autrefois sa gravité de la dépréciation continue du franc et des difficultés de la trésorerie intérieure. Le renversement qui s'est produit sur le marché des changes et les mesures prises pour assurer à l'intérieur l'équilibre budgétaire et l'aisance de la trésorerie ont eu pour effet immédiat de permettre à l'Etat de se procurer les devises dont il a besoin tant pour couvrir ses échéances que pour stabiliser le cours du franc. Les opérations qui ont été faites dans ce but sont de plusieurs sortes. Tout d'abord, l'Etat a fait emprunter sur les marchés étrangers un certain nombre de ses propres débiteurs et il a affecté le produit de cet emprunt à l'extinction de ses propres dettes. Ces opérations ont été les suivantes :

— Septembre 1926, émission en Suisse d'un emprunt de 60 millions de francs suisses par les chemins de fer de l'Etat ;

— Octobre 1926, émission en Hollande d'un emprunt de 30 millions de florins par les chemins de fer de l'Etat ;

— Novembre 1926, émission en Suisse d'un em-

prunt de 75 millions de florins par les chemins de fer d'Alsace-Lorraine ;

— Décembre 1926, émission en Hollande d'un emprunt de 25 millions de florins ;

— Janvier 1927, emprunt de 1.150 millions de francs suisses à 7 % pour les chemins de fer de l'Etat ;

La contre-valeur en francs français du produit de ces différentes émissions est environ de 2 milliards (1).

Le Trésor a affecté les devises obtenues au remboursement des dettes extérieures à court terme :

— Crédit Hollandais : Numéro 5 qui devait venir à échéance le 10 avril 1927 ;

— Crédit Hollandais : Numéro 6 qui devait venir à échéance le 1^{er} juillet 1929 ;

— Rapatriement entre le 13 janvier 1927 et le 15 janvier 1932, des écus français se trouvant en Suisse (exécution de la convention monétaire de 1921).

En définitive, l'Etat a, d'une part, transformé une partie des dettes extérieures à très court terme du Trésor en une dette extérieure des chemins de fer de l'Etat et d'Alsace-Lorraine (2), amortissable dans un délai de 25 à 35 ans, et, d'autre part, le Trésor s'est

(1) Evaluation de M. Chéron, rapporteur de la Commission des Finances du Sénat, d'après Marcel Chaminade, *l'Expérience financière de M. Poincaré*, page 80.

(2) Les chemins de fer de l'Etat et d'Alsace-Lorraine, ont versé au Trésor le produit de ces émissions en remboursement des avances qui leur ont été consenties depuis 1920. Ces réseaux ont donc simplement substitué à un créancier unique, le Trésor, une multitude de créanciers étrangers. Voir la déclaration de M. Poincaré à la Commission des Finances de la Chambre, le 26 janvier 1927.

trouvé, par le fait, remboursé d'une partie considérable des avances qu'il avait faites au cours des années antérieures aux deux réseaux dont il s'agit.

Seules, les devises suisses ont procuré des ressources momentanées au Trésor : elles ont été cédées provisoirement à la Banque de France, à laquelle elles ont été rachetées et seront rachetées au prix de cession lors des échéances relatives au rapatriement des écus suisses.

Quant aux achats des devises qui ont pour but la stabilisation du franc, ils ont été effectués tout d'abord, sur des ressources de trésorerie qui ont été, ensuite, en quelque sorte, consolidées par des excédents de produits fiscaux sur les besoins budgétaires.

Par ailleurs, le Gouvernement a dû faire face sur ces devises à certains paiements extérieurs. Notre échéancier comportait, en effet, au titre de l'exercice 1927, des remboursements dont le montant s'est élevé à 2.375 millions de francs, environ, sur la base du cours de la Livre à 150 francs et du dollar à 31 francs (évaluations du projet de budget de 1927). Un prélèvement d'environ 1.542 millions sur les disponibilités provenant des réparations versées par l'Allemagne a laissé à la charge du Trésor un déficit de 833 millions environ, déficit qui a été inscrit au budget de 1927. Mais certains règlements à faire à l'extérieur paraissent bien avoir été laissés en dehors de ce compte. Le remboursement des 2.375 millions de francs se décompose, en effet, ainsi qu'il suit :

	Monnaies	Montant	Francs
		(en millions)	(en millions)
Banque d'Angleterre...	Liv. Sterl.	8	1.200
Stock anglais.....	Liv. Sterl.	1	150
Crédits Uruguayens....	Pesos or	3	96
Crédits Hollandais.....	Florins	30	375
Crédits Argentins.....	Pesos or	18,4	554
			2.375

Or, certains paiements à faire en 1927 ne figurent pas dans cet échéancier, ne serait-ce que les versements à faire à l'Angleterre en exécution de l'accord de Londres pour l'année financière anglaise : 1^{er} avril 1926, 30 mars 1927. Ces versements sont de livres 4 millions dont le montant a été payé en septembre 1926 ; pour 1927-1928 ils sont de livres 6 millions. A ce sujet, voici comment s'exprime l'exposé des motifs du projet de budget de 1927 : « Le montant des paiements maintenu à ce titre (le remboursement de la dette extérieure) à la charge de la trésorerie s'élèvera à livres 11 millions en 1926, 17 millions en 1927, et 12 millions en 1928, pour atteindre 101 millions en 1929 en retomber à 7 millions en 1930 et à 1 million en 1931. Il a pu paraître logique de ne pas inscrire dans le budget ces remboursements dans l'état brutal, en quelque sorte, sous lequel ils se présentent aujourd'hui et d'en subordonner l'inscription à un aménagement préalable des échéances ».

Quoi qu'il en soit, il serait intéressant de savoir quel est l'équilibre de cette trésorerie extérieure. Il est

malheureusement impossible de le dire exactement. Le Gouvernement ne fait pas volontiers des confidences sur ce point. M. Chaminade estime que la politique suivie a été très onéreuse.

Dans l'exposé des motifs du projet de 1928, on lit qu' « il est apparu que le reliquat disponible du plan Dawes serait suffisant pour faire face aux remboursements à effectuer en 1928 au titre des dettes extérieures commerciales ». La disparition d'un poste de près de un milliard mérite d'être examinée de près.

Le plan Dawes fonctionne normalement à l'heure actuelle. Ses rentrées sont loin d'être négligeables ; confondues dans l'ensemble des rentrées du Trésor, elles étaient oubliées lorsque la panique et la chute du franc débordaient toutes les digues ; mais pour une trésorerie restreinte aux besoins budgétaires du pays, elles doivent devenir un appoint très sensible. C'est ainsi que mensuellement, en 1927, nous avons reçu par le jeu du *Recovery Act* plus de 7 millions de marcks-or, soit 42 millions de francs, et des fournitures en nature (charbon, produits chimiques, etc...) valant environ 175 millions. De ce fait, le Trésor a joui d'une rente extrabudgétaire mensuelle de 217 millions environ. La charge globale imposée à l'Allemagne pour 1927 s'est élevée à 1.383 millions de marcks-or, pour 1928, elle atteindra 2 milliards. La part de la France s'accroîtra proportionnellement et c'est sans doute la raison pour laquelle on présume qu'elle suffira à couvrir intégralement la dette commerciale. Cela suppose d'abord que l'Allemagne continuera à s'acquitter comme maintenant, puis qu'elle le fera même dans les conditions plus onéreuses qu'elle

doit subir l'an prochain, puis surtout que la France pourra absorber sans perte appréciable l'intégralité des prestations allemandes et qu'elle les absorbera de même lorsqu'elles seront accrues de près de moitié.

On conviendra que tout cela soulève des problèmes singulièrement complexes. La créance allemande constitue l'une des recettes les plus importantes de notre trésorerie. On la connaît, au départ, si l'on peut dire, par les comptes que publie l'Agent Général des paiements, mais on ne connaît pas l'usage qui en est fait (1).

Les versements de l'Allemagne ont été victimes de bien des vicissitudes : lorsqu'ils n'existaient pas on s'acharnait à baser sur eux l'équilibre du budget français ; maintenant, l'opinion s'en désintéresse et l'on ne s'étonne pas que 3 milliards de recettes ne fassent l'objet d'aucune justification publique d'emploi. En réalité, on n'a aucun renseignement sur ce point. Il serait, d'ailleurs, étrange que nos dettes extérieures ne soient pas inférieures aux versements allemands ou bien qu'elles ne leur soient pas supérieures.

L'état d'équilibre indifférent que suppose la suppression pure et simple de la ligne où figurait le solde est plus qu'improbable. On est alors amené à penser qu'un poste pour lequel on peut faire une variation de 833 millions, mérite tout de même plus d'attention que ces ajustements au centime que l'on voit effectuer sur de minimes dépenses.

(1) Voir dans la *Revue d'Economie politique*, 1927, n° 2, une intéressante comparaison des ressources du plan Dawes et du plan de paiement des dettes interalliées.

Il y a là, en tous cas, un problème qui sera peut-être extrêmement grave le jour où le plan Dawes ne fonctionnera pas, ainsi que certains économistes comme M. Keynes nous l'annoncent. En attendant, il semble que des éclaircissements pourraient être demandés au Gouvernement. On chuchote que la gestion de la trésorerie extérieure n'a pas été aussi brillante que celle de telle ou telle autre partie de l'œuvre du Ministère. L'entière liberté dont jouit le Gouvernement dans ce domaine, l'absence de tout contrôle par la presse ou par le Parlement font qu'une moins grande et moins scrupuleuse attention fut peut-être portée sur ce point qui la méritait cependant.

Néanmoins, il convient de constater une amélioration intrinsèque du crédit de l'Etat et des entreprises françaises qui se traduit par une baisse du taux des emprunts placés sur les marchés étrangers. Les obligations du type 7 % placées en septembre 1926 étaient prises à 94 %. Elles le furent en février 1927 à 97,5 % et ce progrès ne fit que croître par la suite.

Nos fonds à l'étranger montèrent rapidement. Certains, au-dessus du pair. C'est pourquoi une disposition spéciale annexée à la loi portant ouverture et annulation des crédits sur l'exercice 1926 (1) autorise le Ministre des Finances à procéder à des opérations de conversions de l'emprunt 8 % émis en 1920 par le Gouvernement français aux Etats-Unis. Il s'agit là non pas de la dette politique résultant des avances consenties par les Etats-Unis pendant la guerre ni de la dette dite commerciale provenant de l'acquisition

(1) *J. O.*, Lois et décrets, 30 juin 1927.

des stocks américains. Il n'est question que des emprunts français libellés en dollars placés sur le marché américain et dont les titres sont entrés dans le portefeuille des particuliers.

Voici l'énumération et les cours de ces emprunts français avec leurs dates de remboursement, à la Bourse de New-York.

Cours en Mai 1927

8 % remboursable en 1945	110
7 1/2 % remboursable en 1941.....	111 3/4
7 % remboursable en 1949	104 3/4

Ces titres qui, en 1926, n'atteignaient pas le pair, s'inscrivaient donc en 1927 très sensiblement au-dessus. Il est naturel que le Ministre des Finances ait songé à en profiter pour alléger le service de cette dette extérieure, en commençant par la rente 8 % qui était la plus onéreuse.

Au début de novembre 1927, un accord intervint entre le Gouvernement français et la Compagnie internationale des allumettes. Cette opération était destinée à substituer aux 70 millions de dollars restant à payer sur l'emprunt de 100 millions de dollars 8 % remboursable en 25 ans, un nouvel emprunt de 75 millions de dollars auprès de la Compagnie internationale des allumettes dont le taux d'intérêt serait réduit à 5 % et le remboursement s'échelonnait sur 50 années. La seule comparaison de ces chiffres suffit à démontrer l'intérêt de cet accord puisqu'il procurera au Trésor une économie annuelle de 2 millions 1/2 de dollars (1).

(1) Communiqué Havas, 6 novembre 1926, le *Matin*, 7 novembre.

III

Les avances de la Banque de France.

On a souvent discuté pour savoir si les avances de la Banque de France constituaient ou non, une dette de l'Etat. S'il nous est permis de donner notre avis, nous dirons qu'on ne saurait considérer exactement les avances comme des prêts faits par la Banque. Celle-ci aurait été bien en peine de fournir à l'Etat 30 ou 40 milliards puisque son capital social est de beaucoup inférieur à cette somme.

En fait, la Banque a imprimé des billets et sa signature représente seulement une certification matérielle qui n'est pas susceptible de donner au papier qui la porte une valeur intrinsèque. L'Etat aurait pu au lieu de recourir à la Banque pour ce travail d'impression, s'en charger lui-même comme cela a été fait en Angleterre: L'Etat ne doit rien à la Banque.

S'il y a eu emprunt, le prêteur n'est pas la Banque — et pour cause, — le prêteur, c'est le porteur du billet qui (contraint ou non, peu importe) a accepté le billet, promesse d'un paiement effectif futur (1).

Dès lors, dira-t-on, il est inutile de rembourser la

(1) M. le professeur Oualid écrit dans l'*Europe Nouvelle* du 6 décembre 1924 : « En somme, l'émission de billets remis au Trésor en représentation de l'avance que lui consent la Banque n'est autre chose qu'un prêt du public à cette dernière, prêt d'ailleurs gratuit et non remboursable en période de cours forcé. » Prêt obligatoire aurait pu ajouter l'auteur ou bien comme le dit M. le professeur Jèze « emprunt forcé ».

Banque puisqu'on ne lui doit rien. Ce serait une erreur.

En effet, la circulation monétaire doit être basée sur quelque chose, doit être garantie ; elle est basée, elle est garantie quand elle est convertible en or ; elle est convertible en or quand le bilan de la Banque de France équilibré, compte des postes actifs et des postes passifs également liquides. C'était le cas en 1914.

Les billets de Banque pouvaient librement se convertir « en espèces à vue, au porteur », comme il était inscrit sur les vignettes. Les avances que la Banque de France dut consentir à l'Etat pendant la guerre et depuis la guerre, avances contre lesquelles le Trésor n'a pu donner que sa signature au bas des titres constituant une « immobilisation d'actif » sous le billet de banque, en ont rendu la convertibilité en or impossible et le cours forcé.

Sur 58 milliards de billets en circulation, il y eut à un moment donné 38 milliards d'avances à l'Etat. L'or ne représentait qu'une plus infime proportion de la circulation... même en admettant une dépréciation du franc des $4/5^e$, vis-à-vis du métal précieux, et une réduction correspondante du montant des avances de la Banque à l'Etat.

En effet, posons, en négligeant les postes secondaires, l'actif de la Banque de France, en juillet 1926 :

Encaisse or disponible..	3,6	{	5 milliards $\frac{1}{2}$ d'or qui font au	
— indisponible	1,8		au cours de 125 francs pour	
			une livre.....	27,5
Portefeuille commercial.....				6,7
Avances aux particuliers.....				2,2
				36,4

plus les avances à l'Etat immobilisées (37.4).

Le passif est donc garanti jusqu'à concurrence de $\frac{37,4}{37,4 + 36,4}$ soit 51 % par les immobilisations que constituent les avances de la Banque à l'Etat.

Aujourd'hui que nous voulons revenir à la stabilité naturelle et supprimer le cours forcé, il nous faut un bilan en équilibre normal, dans lequel les avances de la Banque à l'Etat ne constituent pas un poste trop considérable. Par conséquent, il convient de le réduire progressivement.

Le Gouvernement s'y est appliqué, Par une série de « remboursements » à la Banque il a réduit la part du poste « avances » à l'actif du bilan. De 38 milliards $\frac{1}{2}$, niveau de juillet 1926, le plafond des avances fut abaissé à 36 milliards $\frac{1}{2}$ en décembre 1926 (1),

(1) En vertu de la convention du 22 avril 1920 entre le Ministre des Finances et la Banque de France. Voici comment le remboursement a été opéré :

Il ne faut pas s'illusionner sur la portée véritable de la convention de 1920 et en particulier croire que l'Etat a prélevé 2 milliards de francs dans ses caisses pour les verser dans celles de la Banque.

Le remboursement effectif porte sur une somme beaucoup moins considérable bien que le plafond des avances ait été réduit de 2 milliards de francs.

La majeure partie des intérêts que paye l'Etat pour ses emprunts à la circulation monétaire ne profite pas, en effet, à la Banque mais bien au Trésor. Il s'agit là d'un simple jeu d'écriture : au passif du bilan de la Banque figure un compte intitulé : « excédent affecté à l'amortissement des avances à l'Etat » et alimenté précisément sans qu'il en résulte aucun déplacement de fonds par les $\frac{5}{6}$ environ des intérêts que doit l'Etat. Ce poste figurait au bilan pour une somme de 1.300 millions de francs à la fin de l'année 1926 de sorte qu'à

puis à 32 milliards en août 1927 (à la suite de l'emprunt de ponction), puis à 31 milliards en décembre 1927 (1).

Les avances effectives ont diminué sensiblement plus vite puisqu'elles sont tombées de 38 milliards $\frac{1}{2}$ juillet 1926) aux environs de 25 milliards (décembre 1927), puis à moins de 23 milliards en février 1928 (2).

cette époque l'Etat disposant de ce crédit pour l'amortissement de ses avances à la Trésorerie n'avait plus qu'un versement de 700 millions de francs à opérer.

Au point de vue comptable, cette opération se traduit au bilan de la Banque de la façon suivante : à l'actif le compte « avances à l'Etat » a été abaissé de 2 milliards de francs ; tandis qu'au passif une diminution équivalente se répartit sur les deux postes : « Excédent affecté à l'amortissement des avances à l'Etat » et « Billets en circulation » à raison de 1.300 millions de francs pour le premier et de 700 millions pour le second.

Dans la mesure où la déflation affecte la circulation fiduciaire, la convention de 1920 a donc entraîné la disparition d'une quantité de billets se montant à 700 millions ; quant à la Trésorerie, elle n'a pas eu à prélever sur ses disponibilités une somme de 2 milliards de francs, mais seulement de 700 millions.

(1) Convention du 30 décembre entre la Banque de France et le Président du Conseil. Voir la note suivante.

(2) Le remboursement d'un milliard intervenu au début de 1928 provient du virement au compte de l'Etat d'une somme de 1.078 millions précédemment inscrits au compte d'amortissement de la Banque, compte qui avait atteint ce niveau, surtout en raison des intérêts des devises achetées par la Banque. Nous avons déjà dit que les opérations sur devises de la Banque de France devaient bénéficier ou pâtir au Trésor et non à la Banque.

Comment ces remboursements ont-ils pu être effectués ?

Nous avons déjà eu l'occasion de le dire : pour payer la masse des devises qu'elle a accumulée au cours de ces dernières années la Banque de France a dû mettre en circulation de nouveaux moyens de paiements. Ceux-ci ont aussitôt afflué sous forme de dépôts dans les caisses des établissements de crédit lesquels ne pouvant plus les employer en bons à court terme dont l'émission avait été suspendue, ont déposé les fonds ainsi recueillis au Trésor dont les comptes courants se sont trouvés grossis en conséquence. A son tour, le Trésor a utilisé ces capitaux pour rembourser la Banque.

On voit donc que ce sont, en réalité, les achats de changes faits par l'Institut d'émission qui ont permis les remboursements de l'Etat. Il s'est, en effet, établi un circuit monétaire qui tout en provoquant, à l'actif du bilan de la Banque, le remplacement partiel de la créance du Trésor par des disponibilités en devises étrangères, a empêché les émissions de billets auxquelles a donné lieu l'acquisition de ces devises, de se traduire par une inflation accrue.

Mais, si ce circuit a permis d'éviter une inflation nouvelle, on conçoit aisément qu'il n'a pas davantage abouti à une déflation. La diminution des avances à l'Etat a donc simplement compensé les émissions de billets nécessitées par les achats de devises. Elle n'a pas entraîné une réduction correspondante de la circulation monétaire.

Comme nous l'avons déjà dit, il s'est produit un assainissement progressif de cette circulation et non une déflation qui eût supposé le retrait du papier-

monnaie formant la contre-partie des avances remboursées. Il est à peine besoin de souligner que la substitution d'avoirs en devises à une partie de la créance que possède la Banque sur le Trésor reflète une évolution éminemment favorable. Les actifs immobilisés que représentent les avances sur l'Etat et qui constituent le plus détestable des gages monétaires sont peu à peu remplacés par des actifs liquides permettant à l'Institut d'émission de contrôler dans une plus large mesure la circulation de ces billets. Or, c'est dans l'augmentation progressive de cette « liquidité » que consiste essentiellement l'assainissement de la monnaie.

Ceci posé, nous pouvons voir et comprendre ce qu'est devenu depuis juillet 1926, le bilan de la banque :

1° En ce qui concerne la circulation fiduciaire, nous savons qu'elle n'a pas très sensiblement évolué. Les capitaux créés par l'Institut d'émission pour ses opérations de change lui sont revenus sous forme soit de remboursements de l'Etat, soit des dépôts de la Caisse d'amortissement. C'est pourquoi l'achat de ces devises n'a entraîné nulle augmentation importante de la circulation fiduciaire. Celle-ci oscille depuis plusieurs mois entre 55 et 59 milliards.

Le plafond maximum de la circulation s'est accru dans des proportions énormes. La limite des émissions légales est de 58 milliards $\frac{1}{2}$, plus 3 milliards d'or et d'argent achetés, plus la contre-valeur des devises accumulées au compte divers, c'est-à-dire 25 milliards environ.

On atteint ainsi le chiffre de 86 milliards.

En imaginant que les titulaires des comptes courants épuiserait leurs crédits, que l'Etat recourrait au maximum des avances autorisées, la Banque disposerait encore d'une marge d'émission appréciable.

Donc, dans la pire hypothèse, aucun risque d'avoir à recourir à de nouvelles dispositions législatives dont l'annonce seule affolerait l'opinion publique. Et nous sommes obligés d'admettre, pour réaliser les conditions de cette hypothèse, qu'aucun des billets remis par la Banque aux titulaires des comptes courants ou à l'Etat ne reviendrait aux caisses de l'Institut d'émission par une des voies qui doivent normalement les y ramener.

2° Si la circulation proprement dite est restée stationnaire, l'ensemble des « exigibilités » immédiates de l'Institut d'émission y compris ses comptes courants particuliers, s'est accru. Il est, en effet, passé de 57 milliards $\frac{1}{2}$ au 23 décembre 1926 à 65 milliards pendant l'été 1927. Ce gonflement est l'un des aspects de la pléthore des disponibilités ; pléthore que l'on a qualifiée d'inflation de crédit.

C'est grâce à la politique de change de la Banque de France et à la pléthore des capitaux liquides qui en résultée que l'on a pu consolider une partie notable de la dette flottante et à court terme de l'Etat.

C'est également cette politique qui a permis à notre Institut d'émission de rembourser par anticipation à la Banque d'Angleterre une dette particulièrement onéreuse de 33 millions de livres et de libérer ainsi un dépôt d'or représentant près de 2 milliards $\frac{1}{2}$ de francs au cours actuel du change.

3°) A l'actif : les avances à l'Etat, immobilisations néfastes ont déchu dans de fortes proportions.

4°) Le poste « avances aux Gouvernements étrangers » qui s'accroissait précédemment est maintenant en voie d'amortissement lent mais régulier en vertu de la convention intervenue le 3 février 1927 entre le Ministre des Finances et la Banque de France. Il en résulte, certes, une charge budgétaire nouvelle de 56 millions, mais l'actif de la Banque sera ainsi de moins en moins encombré par cette fâcheuse immobilisation.

5°) Les diminutions des postes « avances à l'Etat » et « avances aux Gouvernements étrangers » ont été compensées par des crédits en devises étrangères-or, inscrites au poste « divers » et s'élevant environ à 25 milliards.

Pour la valeur intrinsèque du billet, ce résultat constitue une amélioration indiscutable.

Depuis 1926, non seulement le franc a monté de valeur — au regard des monnaies étrangères, il a presque doublé — mais il s'est amélioré au fur et à mesure qu'augmentait la possibilité de convertibilité en or du billet de banque.

La Banque de France détient aujourd'hui comme gage du billet :

1° Un stock d'or et d'argent qui réévalué selon les cours actuels et majoré des achats effectués en vertu de la loi du 7 août 1926 vaut environ... 32 milliards

2° Un stock de devises assimilable à une encaisse d'or puisqu'il peut être à

à reporter 32 milliards

	<i>report</i>	32 milliards
chaque instant réalisé sur le marché de New-York et qu'on peut évaluer à.....	25	—
3° Un portefeuille commercial et d'avances sur titres	3	—
4° Un actif encore immobilisé représenté par les avances à l'Etat soit.....	25	} 31 —
5° Un actif également immobilisé représenté par les avances à l'Etat intitulées : « avances à des gouvernements étrangers »	6	
Soit en tout.....		91 milliards

Il résulte de ces chiffres que les immobilisations qui garantissaient le passif pour 51 % de sa valeur, en juillet 1926, n'entrent plus que pour 33,9 % dans leur garantie, en décembre 1927. Cette proportion pourrait, d'ailleurs, être aisément réduite par un ou plusieurs emprunts de stabilisation, intérieurs ou extérieurs, qui permettraient de rembourser partiellement ou totalement, le reliquat de la dette de l'Etat.

Par ailleurs, rien ne semble devoir déranger cet intéressant rétablissement : à l'heure actuelle, la Trésorerie de l'Etat est telle qu'elle n'a plus besoin de recourir à la Banque. L'éventualité même du retrait des dépôts en comptes courants du Trésor qui pourrait l'obliger à tirer sur son compte disponible à la Banque de France ne la gênerait pas. En effet, le montant total de ses dépôts est inférieur à la marge qui reste encore à l'Etat entre le nouveau plafond et le chiffre actuel des avances effectives.

C'est donc bien la consolidation définitive d'une partie des remboursements temporaires effectués au cours de ces deux dernières années grâce au reflux des disponibilités du marché vers les caisses du Trésor.

Dans ces conditions, la plupart des techniciens déclarent possible une stabilisation définitive du franc avec le rétablissement de la convertibilité sur la base de une livre = 125 francs.

La vie économique pourrait alors repartir sur un équilibre normal; la monnaie dévaluée et stabilisée à une valeur équivalente au $1/5$ de sa valeur d'avant guerre et la circulation fiduciaire environ 5 fois supérieure à celle de 1914; tous les facteurs de la vie économique, vie chère par exemple, stabilisés autour de ce facteur 5; sauf le budget, 10 fois plus volumineux qu'en 1914 pour amortir les dettes de la guerre et des réparations; c'est à de telles conclusions que nos constatations aboutissent logiquement.

**Garanties figurant sur le Billet de Banque
en Juillet 1914 ⁽¹⁾**



Encaisse-or : 64 %

Portefeuille commercial et
avances sur titres aisément
mobilisables : 36 %

100 %

(1) Cette méthode schématique ingénieuse est empruntée à un article paru dans le journal *L'Excelsior*, du 29 août 1927.

Garanties figurant sur le Billet de Banque en Juillet 1926



Or évalué au cours
actuel du change :

1 £ = 125 francs

34 %



Portefeuille
commercial
et avances
sur titres
aisément
mobilisables :
15 %

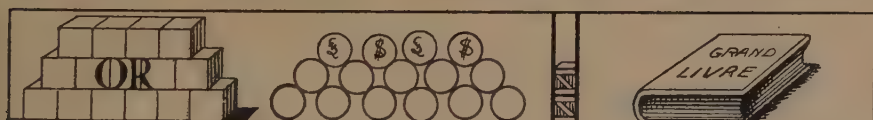


Immobilisations résultant
des avances à l'Etat :

51 %

49 %

Garanties figurant sur le Billet de Banque en Décembre 1927



Or et devises évalués au cours actuel
du change :

1 £ = 125 francs

62,75 %

Portefeuille com-
mercial et avances
sur titres :

3,25 %.

Immobilisations
résultant
des avances à l'Etat :

33,9 %

66,1 %

QUATRIÈME PARTIE

Les Conséquences économiques

L'Economique sacrifié au Financier

SOMMAIRE. — I. *Les prix*. La rencontre du graphique des changes et du graphique des prix. — II. *Les conditions de la production*. Disparition de la prime à l'exportation. Les impôts. Le taux de l'intérêt. Le tarif des transports. Le régime douanier. L'incertitude générale. — III. *Le commerce extérieur et la balance des comptes*. — IV. *La production et les transports*. Industries : houillère, textile, métallurgique, etc... Les transports. — V. *Le chômage et les salaires*. Chômage complet et chômage partiel. Chômage secouru et chômage réel. Le maximum. Les remèdes divers : secours, politique vis-à-vis des travailleurs étrangers, la durée de la journée de travail. La baisse des salaires. Les traitements des fonctionnaires. — VI. *La Bourse et la Banque*. Les valeurs françaises (rentes, actions). Les valeurs à change. Les émissions, le taux de l'intérêt. — VII. *Conclusion*. L'expérience belge et l'expérience française. Les suggestions des experts pour remédier à la crise.

Les experts n'avaient pas dissimulé dans leur rapport que l'assainissement financier provoquerait fatalement une crise économique grave telle qu'en ont connu toutes les nations effectuant leur redressement monétaire.

En raison de l'inflation, en effet, une activité factice s'était répandue à travers le pays. « La baisse constante de la devise française depuis l'armistice n'a été suivie que de loin par l'élévation des prix de gros et de détail. Ce fait, s'il a compliqué les conditions d'exploitation des entreprises, a cependant facilité l'extension de leurs ventes. Il a même permis à certaines d'entre elles de se développer anormalement pour répondre aux besoins d'une consommation intérieure qui croissait d'autant plus vite que l'esprit d'épargne était en dégression, du fait de la baisse du franc et pour faire face à des demandes de l'étranger dont les achats étaient facilités par la dépréciation de notre monnaie. On trouve la preuve de ce fait dans les statistiques d'importations et d'exportations qui montrent à la fois la diminution des entrées et l'accroissement des sorties des produits fabriqués » (1).

En réalité, le pays s'appauvrisait. M. le député Chabrun s'exprimait ainsi à ce sujet : « Aujourd'hui l'économie nationale joue à faux et les bénéfices qu'elle paraît réaliser ne suffisent pas à compenser les pertes de valeur des signes représentatifs de son capital. Cela tient en grande partie à ce que le commerce extérieur fonctionnant suivant les règles mêmes où l'étalon métallique était universellement souverain, transporte à l'étranger des richesses qui y demeurent » (2).

Lors de la stabilisation, le commerce extérieur perd graduellement le bénéfice de la prime à l'exportation

(1) Rapport des experts, chapitre VIII.

(2) Exposé des motifs de la proposition de loi du 17 décembre 1925.

et il en résulte un ralentissement général des affaires. Des entreprises disparaissent alors; d'autres réduisent leur activité; du chômage en résulte; la Bourse languit. Telles sont les principales caractéristiques du marasme.

C'est ce que M. Caillaux appelait en 1925 « la grande pénitence ».

On ne saurait reprocher au Gouvernement la crise en elle-même; par contre, on peut lui faire grief de ne pas avoir eu une compréhension assez large des problèmes économiques pour faire face à la crise au mieux des intérêts généraux, c'est-à-dire, avec un programme de remèdes appropriés. Plus sévèrement encore, il y aura lieu de le juger lorsqu'on envisagera les conditions qu'il a faites à notre production de demain.

C'est qu'en effet, le redressement financier ne serait rien s'il n'était accompagné et suivi d'un assainissement économique; d'abord, parce que la stabilité monétaire n'est réellement possible qu'accompagnée d'un équilibre de nos échanges extérieurs; en second lieu, parce que l'économie sociale de la France future ne pourra évoluer vers un stade supérieur que si les conditions et le milieu ont été aménagés en vue des progrès nécessaires. Il ne s'agit de rien moins que de la « réfection » de l'Etat.

Or, si le gouvernement Poincaré a su grouper les compétences financières nécessaires, si les opérations de technique financière ont été très adroitement menées par les conseillers dont le Président du Conseil a su faire ses collaborateurs, il est curieux de constater

que l'aspect économique a été plus souvent négligé. La présence d'un financier à la tête du Ministère du commerce est suggestive à cet égard; la suppression du Sous-Secrétariat d'Etat de la marine marchande, la persistance du recrutement militaire des dirigeants de notre aviation commerciale sont autant de détails qui prouvent qu'on n'accorde pas au commerce et à l'industrie, l'intérêt et l'importance primordiale qu'il conviendrait de leur accorder légitimement. C'est ce que notre examen des répercussions économiques de la politique financière de M. Poincaré nous confirme.

Nous allons rapidement parcourir les principaux compartiments de l'activité productrice nationale. L'évolution des prix, le marché intérieur, le marché extérieur et la Bourse nous fourniront successivement les indices essentiels de notre situation actuelle. Les conséquences de cette situation en ce qui concerne la vie des salariés devront ensuite nous préoccuper.

L'ensemble de nos observations consolidera notre conviction que la stabilité monétaire est bienfaisante et qu'il y aurait intérêt à la transformer au plus tôt en une stabilité légale.

I

Les prix.

Voyons d'abord la situation des prix en juillet 1926:

1° Prix de gros (1). Sous l'influence des changes dont les variations furent considérables puisque du 15 au

(1) Moyenne des prix de 45 articles (20 denrées alimentaires et 25 matières premières). Base 100 en 1924.

30 juillet le cours de la livre fut supérieur à 200 francs, les prix de gros ont été l'objet d'une hausse d'une ampleur sans précédent. L'indice général accuse pour juillet une augmentation de 102 points et s'établit en fin juillet à 855.

Voici le détail des indices :

Nature des Articles	Nombre des Articles	Indices
Indice général	45	856
<i>Denrées alimentaires :</i>		
Ensemble	20	703
Aliments végétaux	8	788
Aliments animaux	8	552
Sucre, café, cacao	4	861
<i>Matières industrielles :</i>		
Ensemble	25	990
Minéraux et métaux	7	1.025
Textiles	6	1.162
Divers	12	863

L'augmentation énorme de 102 points enregistrée pour l'indice général provient surtout des prix des matières industrielles. L'indice d'ensemble pour les matières industrielles a, en effet, progressé par rapport au mois précédent de 142 points.

L'indice spécial des minéraux et métaux est passé de 837 à 1025 en aggravation de 188 points; l'augmentation a été un peu moindre sur les textiles (91 points).

L'augmentation provient aussi en grande partie des produits étrangers importés (1074), plus chers évidem-

ment en raison des changes que les produits nationaux (733).

2° Prix de détail (1). Une importante poussée est également notée, à Paris, l'indice a progressé de 30 points (574 en juillet au lieu de 544 en juin).

3° Coût de la vie d'une famille ouvrière de quatre personnes (2). A Paris, l'indice général du coût de la vie a été fixé à 485 pour le 2^e trimestre de 1926, à Nancy 467, Dijon 588, etc...

*
◆◆

Dès maintenant, nos lecteurs connaissent par les explications données longuement au chapitre du change ce que fut l'évolution des prix après la crise et notamment au courant du 3^{me} trimestre de l'année 1926. Les prix de détail attirés vers le haut par un plafond de changes élevés (une livre = 170 francs) montaient; au contraire, les prix de gros, directement influencés par les prix des matières premières payables en monnaies étrangères et variant avec les changes, baissaient suivant la courbe descendante des devises appréciées. Voici les chiffres :

(1) Prix pratiqués pour 13 denrées choisies parmi les denrées de première nécessité (pain, lard, beurre, œufs, fromage, pommes de terre, haricots, sucre, pétrole, alcool à brûler).

(2) Etude d'une masse d'aliments nécessaires à la subsistance d'une famille de quatre personnes, chaque aliment rentrant dans cette masse pour sa dose usuelle.

	Indice des prix de gros	Indice des prix de détail	Coût de la vie
Juillet 1926.....	854	574	485 (2 ^e trim. 1926)
Août 1926.....	785	587	
Septembre 1926..	804	590	
Octobre 1926.....	767	624	539 (3 ^e trim. 1926)

On voit à quel point la courbe des prix de gros a obéi à celle des changes. En même temps, on doit considérer comme très normal que, par suite du décalage, pour une diminution de 37 points des prix de gros en octobre, les prix de détail pendant le même mois, aient accusé une hausse de 34 points. Si nous regardons ces chiffres de plus près, nous voyons que la baisse des prix de gros résulte surtout de la baisse des produits importés (en raison de la chute des changes) les produits nationaux résistant au contraire; en septembre, ils atteignent même un cours maximum supérieur à celui de juillet:

	Produits nationaux 29 matières	Produits importés 16 matières
Juillet 1926	733	1.074
Septembre	743	912
Augmentation ou dimi- nution	+ 10	— 162

La hausse des prix s'est étendue aussi aux produits alimentaires, les matières industrielles baissant plutôt;

le charbon, cependant (« le pain de l'industrie ») a haussé : le tout-venant gras 30/35 passe, en effet, de 104,33 en juillet à 126,47 en septembre.

Après la revalorisation partielle du franc, les prix extérieurs pesant sur les prix intérieurs, une baisse est à prévoir mais pour en envisager de plus près le caractère, un examen détaillé est nécessaire :

Les questions qui se posent en décembre 1926, par exemple, sont les suivantes :

Le niveau actuel permet-il d'espérer une diminution du coût de la vie ? ou bien faut-il, pour que cette éventualité se produise, que notre monnaie se redresse encore ?

Pour répondre à ces questions, il faut chercher d'abord à quel taux de change correspondent les indices des prix.

L'indice des prix de gros, à la fin du mois de décembre, est de 767, en diminution par rapport à celui de juillet (854). Supposons que la valeur de l'or n'ait pas varié depuis 1914; à ce moment, la livre valait environ 25 francs et l'indice des prix de gros était de 100. Par conséquent, l'indice 767 correspondrait à un taux de $\frac{767 \times 25}{100}$ pour une livre. Seulement

l'or, comme toute marchandise, a un prix variable, et depuis 1914 il s'est déprécié de 40 %, de sorte que le nombre, dit de base, n'est plus 100 mais 140.

Il en résulte que le niveau des changes correspondant à l'indice 767 pour les prix de gros s'établit à $\frac{767 \times 25}{140}$ c'est-à-dire, environ 137 francs pour une livre.

Il est vrai qu'avant la guerre la vie était moins chère en France que dans la plupart des pays, or il n'y a aucune raison pour qu'il n'en soit pas toujours ainsi. Nous continuons de produire à peu près tout ce que nous consommons et la théorie de la parité de pouvoirs d'achats doit subir de ce fait une correction. Il n'est pas téméraire de penser que si le franc était resté le même qu'en 1914, l'indice des prix serait en France, inférieur de 10 à 12 % à celui de l'Angleterre, c'est-à-dire, qu'il serait de 128 environ au lieu de 140. Tenant compte de cette situation, les calculs précédents donnent comme taux de la livre correspondant à l'indice 767 le chiffre approximatif de 155 francs.

Pour que les prix de gros soient étales, il faut donc que la livre cote 155.

Qu'est-il arrivé en pratique ? La livre a été stabilisée à 124 francs. Les prix de gros ont donc été amenés à fléchir. Ils ont baissé : en décembre 1926, ils oscillaient autour du taux de 640; en janvier suivant, 635. Une résistance à la baisse eut lieu à ce moment. L'hiver est toujours une période de hausse saisonnière. La baisse du franc endiguée faisait diminuer la marge subsistant entre les prix et les changes; les prix du charbon continuaient à monter (134 francs la tonne en décembre).

Les cours suivants furent donc cotés :

Janvier 1927	635
Février	645
Mars	655

Mais ces cours ne pouvaient être que provisoires.

Les prix extérieurs inférieurs, attiraient irrésistiblement les prix intérieurs vers une baisse.

Avril 1927	650
Juillet	633
Octobre	600

contre 856 en juillet 1926. Baisse évidemment très nette que nous retrouverons, par exemple, dans les prix du blé. Les prix du blé de la récolte de 1926 avaient, à un moment donné, atteint et même dépassé le prix de 240 francs le quintal. Les bons blés de 1927 valent aujourd'hui de 130 à 150 francs; les blés médiocres, très nombreux cette année, se vendent à des prix plus bas.

L'indice général des prix de gros ou de détail, publié par le Ministère du travail, pour la fin d'octobre 1927 a signalé une baisse appréciable pour les denrées alimentaires, c'est-à-dire, surtout pour les produits agricoles, alors que les produits industriels n'ont dénoté qu'une baisse insignifiante.

La baisse des produits agricoles ou alimentaires est un fait très important pour le consommateur qui voit ainsi se réduire un peu le prix excessif de ses dépenses quotidiennes.

Il est donc intéressant de noter que la baisse n'affecte plus seulement comme en août-septembre 1926 les produits importés (par suite de l'amélioration du change) mais aussi les produits nationaux (le blé ainsi que nous venons de le voir, par exemple). Ce caractère a prévalu dès novembre 1926. Il a pris dans certaines industries, comme l'industrie textile, une

forme très accentuée et qui fut même, par moments, périlleuse. C'est, d'ailleurs, pour favoriser une adaptation nécessaire qu'une digue fut établie contre la hausse du franc, au moment où le danger se fait sentir de façon trop pressante.

En même temps, le Gouvernement s'inquiétait de cette baisse qui avait fini par provoquer une crise agricole. Avec une précipitation qui dénotait combien pour lui, la situation était inattendue, il prenait un certain nombre de décrets qui relevaient, notamment, les droits de douanes sur le blé et sur la viande. En novembre et décembre, les denrées alimentaires avaient, par suite, augmenté, entraînant un sensible redressement de l'indice général que le cycle saisonnier facilitait.

	Indice général des prix de gros	Indice des denrées alimentaires
Octobre 1927	600	519
Novembre	607	532
Décembre	617	553
Janvier 1928	620	556

Quoi qu'il en soit, le nivellement de la valeur intérieure et de la valeur extérieure du franc paraît actuellement réalisé (1). En ce qui concerne les prix de gros, la prime directe à l'exportation qu'impliquait la différence de ces deux valeurs et qui, plus ou moins importante, s'était maintenue constamment pendant

(1) En reprenant le calcul ci-dessus, on obtient pour janvier 1928 : $\frac{620 \times 25}{125} = 124$ francs pour une livre.

les années précédentes, a donc disparu. Cette évolution rend à notre exportation la tâche plus difficile.

*
**

Par ailleurs, les prix de détail, après avoir monté comme nous l'avons dit et avoir atteint en novembre 1926 leur cours maximum de 628, ont à leur tour suivi le mouvement que leur imposaient les prix de gros:

Décembre 1926	599
Juillet 1927	557
Décembre 1927	523

Il est intéressant de constater que l'écart des taux entre prix de gros et prix de détail a progressivement décroû; il était de 280 points en juillet 1926, il n'était plus que de 94 points en décembre 1927.

Et vraisemblablement, cet écart paraîtrait encore plus faible si le service de la statistique publiait un indice des prix de gros établi sur des bases comparables à celles adoptées pour les prix de détail.

*
**

L'indice du coût de la vie enfin, semble se modeler mieux sur la vie réelle. Il est à observer que dans la constitution de l'indice du coût de la vie entrent le logement et l'habillement dont ne tient pas compte l'indice des prix de détail. Ainsi s'explique l'écart en moins, présenté par le coût de la vie à l'égard des prix de détail. Le coût du logement n'ayant pas, en général, augmenté autant que les autres dépenses (l'indice d'augmentation du loyer est, en effet, très bas par rapport aux autres prix).

	Indice de l'augmentation des loyers
Juillet 1914.....	100
Juillet 1920.....	100
Juillet 1926.....	250
Juillet 1927.....	260

Dans ces conditions, l'évolution de l'indice du coût de la vie est caractérisé par les chiffres suivants :

3 ^{me} trimestre	1926		539
4 ^{me}	—	1926	 545
1 ^{er}	—	1927	 524
2 ^{me}	—	—	 525
3 ^{me}	—	—	 507
4 ^{me}	—	—	 498

Ici encore, c'est une baisse qui est indiquée par les chiffres.

*
**

Sur la valeur réelle de ces statistiques, il y aurait beaucoup à dire. Elles sont certainement imparfaites. La méthode employée pour calculer les nombres indices est forcément arbitraire. Rappelons que les prix de détail relevés par le service de la statistique ne comportent que 11 denrées alimentaires non compris la boisson; y compris aussi le pétrole et l'alcool à brûler, soit au total 13 aliments. Les articles d'habillements sont exclus.

L'expérience prouve amplement qu'il convient

d'être prudent dans le maniement des indices officiels.

Par exemple, on ne peut faire état de la baisse remarquée sur les prix du vin; le prix de 1926 avait été exceptionnellement élevé en raison d'une récolte déficitaire. La récolte de 1927 a été meilleure et c'est ce qui a provoqué une légère baisse (100 francs environ par hectolitre).

1925 production.....	65 millions d'hectolitres.
1926 —	43 — —
1927 —	50 — —

De même, dans l'examen du prix du charbon, si nous comparons les prix d'août 1926 avec ceux de décembre, ceux de janvier 1927 avec ceux de juillet, etc..., nous obtiendrons un graphique en dents de scie, sans signification réelle. Une étude plus attentive, tenant compte des rectifications nécessitées par les mouvements saisonniers, nous conduit à comparer août 1926 et août 1927, décembre 1926 et décembre 1927. Nous obtiendrons ainsi des renseignements plus précis.

Août 1926	la tonne.	126,47
Août 1927	—	119
Décembre 1926	—	133,93
Décembre 1927	—	125,50

Donc, ici légère baisse réelle de 6 % environ (1).

(1) Houille à la mine. Nord France, tout-venant gras 30/35°, la tonne; statistique générale, l'*Usine*. Il y a lieu de remarquer qu'entre janvier et octobre 1927, les charbons de Cardiff et de Newcastle ont baissé de 30 à 50 %.

La valeur relative de nos statistiques est encore prouvée par les quelques prix suivants :

en Janvier 1926, l'indice des prix de détail est de 599,
en Janvier 1927, il est de 592.

c'est-à-dire, à peu près au même niveau. Or voici quelques différences de prix notées au hasard aux Halles de Paris.

	Janvier	
	1926	1927
Bœuf (qualité moyenne).....	8.80	9.20
Veau.....	11	14.50
Porc.....	8.10	12.50
Œufs.....	0.85	1.17
Pommes de terre Hollande....	0.65	1.15
Lait.....	1.20	1.50
Etc (1).....		

Toutefois, il ne faut pas oublier que de pareilles augmentations sont compensées par d'autres tarifs stabilisés ou comprimés. Les statistiques établies pour l'ensemble du pays tiennent compte à la fois des augmentations ou des diminutions locales qu'elles compensent. Ainsi, on ne saurait s'étonner de constater de graves divergences entre les chiffres officiels et la réalité contrôlée en un lieu déterminé.

Par exemple, en juin 1927 l'indice du coût de la vie est de 625, à Marseille; en juillet, il est de 530 à Rouen et de 624 à Bordeaux; en septembre, il est de 607 à Dijon.

(1) Question écrite de M. le député Soulier à M. le Ministre du Commerce, *J. O.*, janvier 1927.

Même dans les régions les moins favorisées, un tassement s'est d'ailleurs opéré pendant le 3^{me} et le 4^{me} trimestre de 1927. De l'automne 1926 à l'automne 1927, on trouve, en effet, les quelques baisses suivantes.

PARIS	Automne 1926	Automne 1927
Pain..... Le kilo	2 fr. 75	2.10 puis 2 puis 1.95
Beurre..... —	23 à 31 fr.	18 à 24 fr.
Œufs, approximativement.	1 fr. 25	1 fr.
Lait, le litre.....	1 fr. 50	1 f. 30 puis 1 f. 40

Les indices du prix de la vie constatés dans de nombreux départements ont, dans l'ensemble, sensiblement fléchi.

A titre d'exemples, on peut signaler que l'indice a été ramené de 607 (juin) à 570 (octobre) dans l'Allier et de 608 (juillet) à 593 dans les Ardennes, de 557 (juin) à 549 dans le Calvados, de 543 (juillet) à 527 dans la Charente, de 595 (juin) à 570 en Charente-Inférieure, etc....

Dans le département d'Indre-et-Loire, la régression est particulièrement sensible, l'indice est, en effet, fixé à 515 pour le 3^{me} trimestre, avec une diminution de 40 points sur le trimestre précédent.

Dans la plupart des départements, le prix des denrées et articles de première nécessité marque donc une tendance à la baisse.

Il faut citer la coopérative de Saint-Quentin qui contribue dans sa région pour une large part à régulariser les prix de vente pratiqués par le commerce local. Il en est de même de la Ligue des Consommateurs des Landes, créée au chef-lieu de ce département

et qui pratique des prix très inférieurs à ceux du commerce local. A Toulon, un marché témoin a exercé une heureuse influence sur les prix d'un certain nombre de denrées. Des initiatives heureuses ont été prises par certaines municipalités, notamment celle d'Angoulême, qui a lutté efficacement contre la hausse du lait en mettant 1000 litres de lait par jour à la disposition de la population, à un taux inférieur à celui pratiqué par les laiteries de la ville. Dans le même ordre d'idées, l'Office régional de lait créé à Grenoble, et dont l'action doit être citée en exemple, a obtenu des résultats et enrayé définitivement la hausse du lait dans la région.

Dans l'ensemble, les prix ont atteint actuellement les cours commandés par la politique cambiste. Il convient de se féliciter que le redressement du franc ait été assez ample pour que la hausse du coût de la vie soit définitivement enrayée. Un tel résultat est particulièrement appréciable. Mais il serait dangereux que, grisés par cette réussite, les pouvoirs publics s'efforcent maintenant de provoquer une baisse nominale des prix, au moyen d'une revalorisation supplémentaire. Les souffrances qui en résulteraient pour la population laborieuse, les conséquences redoutables d'ordre économique et financier que produirait toute nouvelle hausse du franc, doivent écarter une telle politique. Le succès n'en serait que factice et temporaire.

C'est à ce moment que se place cette politique des prix que M. le député Chabrun a étudiée si souvent (1).

(1) *La Tactique financière. Economique d'abord*. Par M. César CHABRUN, député. Paris, Alcan, janvier 1928.

A partir du moment où les changes et les prix s'établissent à des niveaux correspondants, il ne faut plus s'attendre à une baisse spontanée du coût de la vie : il faut, dès lors, assainir le marché, supprimer le gaspillage et poursuivre sévèrement la spéculation.

A cet égard, il y avait, il y a encore, hélas ! fort à faire. Le Gouvernement a manifesté dans la matière une certaine inexpérience. Alors qu'il savait, par exemple, que les houillères du Pas-de-Calais règlent leurs prix sur ceux des mines domaniales sarroises, il a mis un an avant d'abaisser les prix de vente de ces mines !

En face des forces économiques, il a été trop passif. Dès lors, de puissants syndicats de production ont résisté à la baisse, préférant parfois la restriction de la production à une diminution des prix.

La preuve en est facile à faire : on observe que les prix de gros ont atteint un maximum en juillet-août 1926 et ont commencé à baisser dès septembre. Mais l'acier laminé n'a commencé à baisser qu'en novembre, les fers marchands en décembre, la fonte en janvier, la houille en février. Ces matières sont détenues par des trusts plus ou moins liés, qui en fixent la production et les prix et qui ont résisté à la baisse aussi longtemps qu'ils l'ont pu ; s'ils ont fini par céder, c'est qu'ils ont été menacés de la concurrence anglaise, en raison de la chute de la livre qui facilitait l'importation, et la cessation de la grève anglaise qui a rendu du charbon à l'industrie. Ainsi, quand des causes normales et régulières font que les prix devraient baisser, et qu'ils ont, en effet, dans la généralité, une tendance

à la baisse, certains détenteurs de matières premières peuvent s'y opposer et maintiennent les prix tant que, de l'extérieur, la concurrence n'intervient pas. Quand la production de ces matières sera concentrée dans des cartels internationaux, la baisse ne se fera plus du tout et le consommateur sera complètement à la merci du producteur. En même temps, le fonctionnement de cet organisme mondial sera accompagné de secousses dont il est impossible de prévoir ni l'ampleur ni les conséquences.

Dans de semblables circonstances, on est en droit de réclamer l'intervention de l'Etat.

La situation est la même en ce qui concerne, par exemple, le prix de l'eau dans les grandes villes. A Paris, le prix de l'eau n'a commencé à baisser qu'en juin 1927. Voici, en effet, l'évolution des prix payés dans un quartier du centre.

	le mètre cube, toutes majorations comprises
Quatrième trimestre 1926.....	1,11
Mars-juin 1927.....	1,53
Juin 1927.....	1,46

Des cas semblables ne sont pas rares. L'altération de la loi de l'offre et de la demande est fréquente. La situation du marché du blé est particulièrement regrettable à ce sujet. On connaît la situation commerciale de ce produit. Les cultivateurs produisent les 9/10 de ce que la France consomme. Cependant, ils n'ont rien à voir avec la fixation des cours. Aux marchés où ils se rendent pour le vendre, ils apprennent que le cours du quintal est à tel prix; c'est à prendre

ou à laisser. Ils peuvent, ou bien accepter ou attendre en courant des risques, et leur attente ne compte pour rien dans les variations des cours.

Ceux-ci s'établissent à la Bourse de commerce de Paris et sont influencés, non par le blé que les cultivateurs apportent par petites quantités et d'une manière continue, mais par les blés que les importateurs amènent par cargaisons. Les cours du blé ne dépendent pas des 9/10 obtenus par les cultivateurs, mais du dixième manipulé par les importateurs. La solution s'impose : agir sur le prix du blé importé.

Comment ? En réduisant les droits de douane qui frappent son entrée en France. Or, un décret du 18 novembre 1927 élève les droits de douane sur le blé de 25 à 35 francs !

Toute notre politique des prix en ce qui concerne les denrées alimentaires tient dans ces trois formules : droits sur les produits importés, liberté d'exportation, lourds impôts indirects !

Ajoutons, passivité complète en face des abus et des fraudes.

La situation en ce qui concerne la viande fut longtemps particulièrement scandaleuse. Les prix de détail de la viande de boucherie avaient subi une baisse sensible, mais les cours pratiqués au détail ne correspondaient pas encore aux fléchissements des cours des viandes sur pied (importants surtout pour les bovins et qui ont atteint jusqu'à 1000 francs par tête).

Cette constatation était à peu près générale en 1927. Voici des prix enregistrés au marché de la Villette.

	11 Octobre 1926	13 Octobre 1927
Bœuf.....	6.10 à 8.80	5.80 à 7.60
Veau.....	8.70 à 13.20	7.50 à 12
Mouton.....	9.10 à 14.30	8.60 à 14.60
Porc.....	8.42 à 13.14	7.86 à 11.56

On voit que, généralement parlant, une baisse très appréciable s'était dessinée au marché de la Villette. Mais si les bouchers détaillants en ont bénéficié, en ont-ils fait à leur tour, bénéficier, dans une mesure correspondante, les consommateurs qui sont leurs clients ? Nous avons sous les yeux un tableau comparatif des prix des viandes de certaines grandes maisons d'alimentation au mois de mai 1927 et à la fin de l'année 1927. Nous y constatons que la baisse enregistrée n'est pas proportionnelle à celle du marché de la Villette. Il paraît que dans la banlieue parisienne les abus sont plus nombreux encore qu'à Paris.

Le Gouvernement s'est appliqué à faire baisser les prix de détail au niveau des cours cotés dans les pays d'élevage. Quelques résultats ont été enregistrés.

Par ailleurs, des sanctions ont été cent fois annoncées contre les fauteurs de vie chère, « mercantils », stockistes, spéculateurs et autres. En fait, une commission, dite de surveillance des prix de détail, se réunit à Paris chaque semaine. Elle constate chaque fois des infractions nombreuses de commerçants indéclicats. Ceux-ci sont souvent gourmandés, quelquefois menacés, rarement poursuivis, jamais condamnés.

On avait beaucoup attendu de l'expérience des mar-

chés témoins. En fait, ils n'ont provoqué aucune baisse générale mais ils ont au moins prouvé que les prix courants sont supérieurs à ceux qui pourraient être cotés par un aménagement rationnel des affaires.

C'est ainsi, pour ne citer qu'un exemple, que le prix des viandes vendues dans les postes témoins, est de 10 à 15 % moins cher que chez les commerçants bouchers des environs.

Nous convenons bien volontiers qu'il n'y a là qu'un palliatif dont les effets ne peuvent être que partiels, mais nous y avons trouvé les raisons de croire que tout n'a pas été fait pour organiser le marché. C'est, en effet, un marché discipliné, contrôlé, qu'il fallait tenter de créer.

Les prix d'aujourd'hui auraient pu être moindres que ceux dont nous souffrons, et la crise économique eût été moins grave si une politique à large vue avait prévalu. Contre la vie chère, les moyens indiqués par les experts dans leur rapport, ainsi que par les publicistes les plus classiques, restent efficaces. Si on n'avait pas écrasé la production nationale sous un insupportable fardeau d'impôts de consommation, (M. Pierre François, président du Syndicat des maisons d'alimentation à succursales de France, indique que les impôts sur le sucre entrent pour 47 % dans le prix de cette denrée) (1), si les tarifs douaniers avaient été convenablement remaniés, sans doute les prix seraient

(1) Rapport de M. Pierre François, rapporteur général de la section « ventes directes aux consommateurs » du Comité technique de l'alimentation, institué auprès du Ministère du Commerce, août 1927. Le *Matin*, 9 août 1927.

aujourd'hui tolérables. Enfin, une politique de production accrue, revivifiée et aérée, s'impose à l'heure où nous prétendons consacrer dans le domaine économique le redressement financier que nous avons opéré. Mais un pareil résultat ne sera atteint demain que si une conception plus vaste des intérêts nationaux triomphe dans les milieux dirigeants. Nous craignons que M. le Ministre du commerce n'ait pas envisagé sous cet aspect l'opération d'assainissement des prix qui s'impose.

II

Les conditions de la production.

Le milieu dans lequel évolue et s'adapte la production dépend d'une infinité de facteurs qui viennent le modifier ou l'altérer, l'élargir ou le rétrécir. Ce sont des phénomènes convergents ou divergents qui contribuent à créer un cadre dans lequel s'inscrira l'activité économique du pays. Il y a là des faits que nos lecteurs connaissent déjà, d'autres sur lesquels nous n'avons pas eu encore le loisir d'attirer leur attention. Enumérons rapidement quelques-unes de ces influences diverses qui ont agi sur le marché des affaires en 1926-27 :

1° *Conséquences directes de la baisse des prix.* — Lorsque les prix s'élèvent, les transactions se multiplient. Chacun se hâte d'acheter. L'industriel veut s'assurer ses matières premières, le commerçant ses stocks, le consommateur ses approvisionnements indispensables avant que la hausse ait fait de nouveaux

progrès. Quand survient la baisse, le contraire se produit. Tout le monde se réserve, espérant des fléchissements plus accentués. De proche en proche, la paralysie gagne les affaires.

En 1926, la situation économique, dominée par les amples fluctuations du change, était tout à fait exceptionnelle. Jusqu'à la fin de juillet, la chute rapide du franc avait donné aux transactions une impulsion artificielle. La crainte d'une dépréciation encore plus accentuée de notre monnaie avait stimulé les achats de marchandises et encouragé toutes les spéculations. Et pendant les mois qui suivirent, l'exécution progressive des contrats antérieurement conclus avait maintenu, malgré la hausse du franc, un mouvement d'affaires important.

De ce fait, la comparaison de 1926 et de 1927 se trouve faussée, car, en 1927, la situation est complètement modifiée. On n'achète plus au delà de ses besoins, on ne fuit plus devant le franc. Aux spéculations désordonnées, les saines prévisions commerciales se sont peu à peu substituées. Dans la mesure où le ralentissement économique est dû à cette cause, il n'y a point lieu de s'en plaindre : il n'est que la conséquence légitime du retour à la santé monétaire.

Mais pour diverses raisons, cette répercussion, naturelle en soi, de l'amélioration, puis de la stabilisation de fait du franc, se voit sérieusement aggravée. Ainsi, la baisse de notre change avait incité un grand nombre d'industries, de commerces, voire de consommateurs à constituer des approvisionnements importants qui mettent de longs mois à s'épuiser. L'existence de ces stocks restreint d'autant les besoins actuels, elle pèse

sur l'activité d'un grand nombre d'entreprises, notamment dans l'industrie textile et dans celle de la chaussure.

2° *Disparition de la prime à l'exportation.* (Conséquence de la hausse du franc).— Nous avons déjà parlé de la prime à l'exportation. Depuis la guerre, la hausse intérieure des prix suivant avec un certain retard la baisse de la devise nationale de la France, il existait entre les prix intérieurs exprimés en francs et les prix extérieurs évalués en monnaie-or, une différence sensible; autrement dit, on pouvait, avec une même quantité de francs, acheter plus de marchandises en France qu'à l'étranger.

Cet état de choses n'est plus aujourd'hui. Les étrangers sont obligés de payer les marchandises qu'ils achètent chez nous avec des francs qui leur coûtent beaucoup plus cher qu'il y a deux ans, alors que les prix ont à peine baissé sur notre marché intérieur.

Monsieur le professeur Nogaro résumait fort bien cette situation à la tribune de la Chambre lorsqu'il disait : « La revalorisation diminue le nombre de francs que chaque exportateur reçoit pour chaque livre ou chaque dollar vendu à l'étranger, diminue les prix de vente sans qu'on puisse comprimer en proportion les prix de revient » (1).

Dans l'ensemble, si l'activité intense et malsaine de 1925-1926 a disparu, des activités saines ont été également atteintes, souvent à mort. En tous cas, notre exportation sera lourdement grevée tant qu'elle ne

(1) NOGARO, 25 février 1927, *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre, 26 février, page 549.

se sera pas adaptée aux nouvelles conditions qui lui ont été soudainement imposées.

3° *Les impôts.* — Nous avons déjà parlé des impôts établis par la loi du 3 août 1926. Nous avons indiqué qu'en majeure partie, ils portent sur la production vive. Il est hors de doute qu'ils ont grevé dangereusement cette production. Accrus encore par le relèvement du franc, ils sont aujourd'hui devenus si pesants, qu'ils ont, dans certains cas, littéralement paralysé le développement de telle ou telle opération autrefois courante. Le poids des impôts ne restreint pas seulement les possibilités de consommation intérieure, il grève aussi dans des proportions considérables les prix de revient de nos entreprises.

Par ailleurs, en dehors des impôts d'Etat, les impôts communaux et les droits d'octroi agissent aussi dans un sens nettement défavorable. Signalons, à titre d'exemple, que les droits d'octroi sur le charbon, pour Paris, ont été majorés de 20 francs pour 1000 kilos depuis fin 1926.

On voit ainsi que le fardeau fiscal, dont nous avons déjà eu à signaler le poids très lourd et surtout la répartition defectueuse, capable si l'on n'y prend garde, de compromettre l'équilibre de nos forces économiques, contribue dans une large mesure à la dépréciation de l'activité nationale.

La répercussion des charges fiscales, tant sur la capacité de consommation du public, que sur le prix de revient de l'industrie, se fera sentir aussi longtemps qu'une répartition plus juste et un aménagement plus rationnel de ces charges n'auront pas été réalisés.

4° *Le taux de l'intérêt.* — Il est inutile d'insister sur l'importance qu'a pour l'industrie le taux de l'intérêt. Dans une période de reconstitution et de convalescence, le crédit est appelé à jouer un rôle très important. Peut-on trouver de l'argent et à bon compte ? Voilà les initiatives provoquées, encouragées et le relèvement accéléré. Qu'au contraire, les prêts soient onéreux et rares, le marché languira, le départ sera pénible et les progrès lents.

En fait, nous savons que l'argent à court terme est bon marché. Le Trésor, servant à ses déposants 1 ou 1 ½ % d'intérêts, n'importe qui trouvera de l'argent à court terme à 2 %. Mais il ne s'agit pas de cela. Ce qu'il faut, ce que l'on cherche, c'est de l'argent à long terme; or, l'insécurité générale est telle que l'argent refuse de s'investir longuement. Dès lors, il faut payer très cher, et offrir des garanties sérieuses pour trouver du crédit.

Les capitalistes hésitent encore à immobiliser leurs disponibilités.

Il en est résulté, pendant toute l'année 1927, une tension des taux qui paraît devoir se déridier prochainement, mais qui a pesé trop longtemps sur nos affaires.

5° *Les tarifs des transports* agissent aussi, on le sait, sur les prix. Augmentés le 24 décembre 1925, puis le 17 avril 1926, ils avaient atteint les prix de transport des réseaux étrangers. Lorsque la livre dépassa le cours de 200, les prix des transports fixés en francs-papier, tombèrent naturellement au-dessous des cours internationaux. Le Gouvernement en profita pour augmenter à la fois l'impôt sur les transports (impôt

qui, depuis le 3 août 1926, absorbe environ 1/4 du prix d'un billet) et les tarifs eux-mêmes (portés à 450 % par rapport aux prix d'avant guerre.

Depuis, la livre est retombée à 124 francs; on ne peut plus dire que nos transports soient moins onéreux que ceux de l'Angleterre ou de l'Allemagne. Par ailleurs, on ne peut pas arguer de la nécessité d'assurer aux compagnies des ressources suffisantes puisque l'exercice 1926 se solde pour la première fois, par un excédent de recettes, alors que les conventions de 1921 ne prévoyaient cet équilibre favorable que pour 1927.

En vue de faciliter les transports dont le trafic a considérablement décru, le Gouvernement aurait pu appliquer l'article 9 de la convention du 28 juin 1921 qui l'autorise à baisser les prix des chemins de fer. Il n'en a rien fait. Les résultats sont désastreux (1).

6° Pour être complet, il nous faudrait encore étudier *le régime douanier*. N'en ayant ni le temps, ni la place, nous ne nous arrêterons pas ici sur ce grave problème. Nous sommes cependant obligés d'indiquer que le régime auquel nous sommes soumis actuellement, est gravement anti-économique et que nos prix s'en ressentent. Il est au moins étrange de voir les représentants de la France à Genève défendre des thèses qui sont ensuite démenties dans les projets de révision des tarifs douaniers préparés par le Ministère du commerce à Paris.

Nous donnerons un ou deux exemples entre mille, de la répercussion des tarifs actuels sur les prix.

Le 1^{er} août, les droits de sortie sur les œufs ont été supprimés; depuis cette date, et rien que par Hendaye,

(1) Voir page 205 et s.

il est sorti de France, cinq millions d'œufs par semaine. La douzaine d'œufs qui coûtait 7,50 dans les Basses-Pyrénées, est alors montée à 10,50. Il est vrai que les Espagnols d'Irun qui la payaient 3 pesetas ne l'ont plus payée que 2 pesetas 70.

Nous ne sommes pas partisans du régime des prohibitions. Tout de même, si on en use, nous voudrions que ce ne fût pas à contretemps. Or les deux faits suivants illustrent une politique au moins curieuse; premier fait : le 25 mai 1927, le Ministre des Travaux Publics soumet à la signature du Président de la République un décret aux termes duquel l'importation du charbon est subordonnée à la délivrance d'autorisations. Ce décret est tellement inopportun que pas une seule autorisation ne fut refusée en ce qui concerne le charbon domestique et que ce décret fut finalement rapporté le 23 décembre 1927.

Deuxième fait : en octobre 1927, le Gouvernement cubain est autorisé à réduire la production du sucre et à stocker; donc les prix vont hausser. C'est ce moment que notre Gouvernement choisit pour autoriser les exportations de sucre, jusque-là interdites. Or, nous produisons 800.000 tonnes de sucre pour une consommation supérieure à 900.000 tonnes (1).

7° Enfin, à toutes ces causes, se superpose *l'incertitude générale* qui règne encore quant à l'évolution future dans le domaine monétaire. Autant, il y a deux ans, nos entreprises, craignant alors un avenir sombre constituaient des stocks excessifs, autant aujourd'hui

(1) Décret du 2 septembre, applicable à partir du 1^{er} octobre 1927.

elles se réservent. Instruites par les pertes subies dans un passé encore récent, elles réduisent au minimum indispensable leurs approvisionnements; elles vivent au jour le jour. Les fléchissements de nos importations de matières premières, ainsi que la rareté des demandes de devises étrangères, le montrent nettement. Le volume général des transactions ne peut que s'en trouver amoindri.

D'autres facteurs devraient d'ailleurs trouver place dans notre trop brève énumération; ceux que nous avons signalés suffisent, en tous cas, pour faire pressentir la crise qui s'est, en fait, produite dès fin 1926.

Parmi ces causes, les unes étaient inévitables, fatales et parfois salutaires. Ainsi la suppression de la prime à l'exportation. D'autres résultent de fautes commises par le Gouvernement, par exemple, la répartition fâcheuse des impôts, l'insuffisance, la mollesse de la guerre à la vie chère, etc...

Ici se révèle l'erreur que nous avons remarquée dans la politique sociale du Gouvernement, et que plus d'un symptôme décèle.

L'insuffisance des mesures prises contre le marasme économique prouve éloquemment qu'aux yeux de M. Poincaré le financier prime largement l'économique et le social. Comme si, au contraire, le financier ne devait pas être mis au service des intérêts généraux du pays. Mais avoir une monnaie stable, un budget équilibré, une dette consolidée, voilà le seul but!

Le pays pendant ce temps sera écrasé sous des charges plus pesantes que jamais, intolérables par leur poids et leur répartition... qu'importe! Le pays ne produira plus ou produira moins... qu'importe! Notre

commerce extérieur diminuera, les transactions intérieures diminueront... qu'importe!

Qu'importe... Jusqu'au jour où l'économique, par une vengeance qu'il était facile de prévoir, provoquera des moins-values d'impôts, un déséquilibre de nos échanges, « une prime à l'importation »... dont les suites *financières* enseigneront... un peu tard à nos dirigeants que la finance n'est pas une fin, mais un moyen.

III

Le commerce extérieur et la balance des comptes.

La balance commerciale est influencée avec un certain retard, par les mouvements du change, et ses variations s'élèvent à des chiffres très importants. Nul n'ignore que la dépréciation monétaire constitue un stimulant pour les exportations, visibles ou invisibles. Mais cet avantage est factice et temporaire, il ruine l'esprit d'initiative des entrepreneurs et est compensé par de graves inconvénients relatifs aux fonds de roulement et aux réapprovisionnements en matières premières. A partir d'un certain taux, la chute de la monnaie alourdit même bien davantage le prix des importations qu'elle n'augmente le volume des exportations.

Chacun, en effet, se dépêche d'acheter à l'étranger les produits nécessaires de façon à les payer le moins cher possible.

La hausse du franc, sa stabilité de fait avec ses conséquences et le milieu économique qui s'en est suivi,

ont provoqué une crise que notre paragraphe précédent a laissé aisément prévoir. Cette crise a eu une répercussion particulièrement sensible sur notre commerce extérieur, dès novembre 1926, à la suite de la disparition de la prime à l'exportation; puis, elle s'est propagée dans l'ensemble du corps économique. C'est à l'examen de notre commerce extérieur que nous allons consacrer les pages qui vont suivre.

Voici quelques chiffres qui montrent la baisse progressive de notre commerce extérieur pendant l'hiver 1926-1927 :

	Importations	Exportations	Total
	(en millions de francs)		
Octobre 1926.....	5.106	6.103	11.209
Novembre 1926.....	4.994	5.329	10.323
Décembre 1926.....	5.122	5.935	11.057
Janvier 1927.....	4.079	4.708	8.787
Février 1927.....	4.779	4.596	9.375
Mars 1927.....	4.414	4.693	9.107
Avril 1927.....	4.298	4.225	8.523

La baisse des exportations se fait surtout sentir sur les produits fabriqués, produits lucratifs pour notre économie générale. En voici l'évolution:

Octobre 1926.....	3.528 millions de francs.	
Novembre —	3.366	—
Décembre —	3.359	—
Janvier 1927.....	2.887 — 173	} millions de moins que la moyenne de 1926
Février —	2.714 — 54	
Mars —	2.821 — 339	
Avril —	2.637 — 523	

Cette dépression de nos échanges ne fit que croître : pendant les 6 premiers mois de 1927, nos achats à l'étranger ont fléchi de 3.141 millions ou de 9 % comparativement à la même période de 1926 et nos exportations ont diminué de 586 millions.

En réalité, ces chiffres doivent être rectifiés par les chiffres correspondants, concernant non plus les prix mais les poids.

Nos prix ayant baissé, nos exportateurs consentant des sacrifices pour conserver certains débouchés, les prix étrangers ayant baissé pour nous en raison de la hausse du franc, les chiffres ci-dessus peuvent prêter à contestation. Si donc, nous comparons nos affaires avec l'étranger au point de vue des matières vendues ou achetées, nous constatons bien que la crise est venue plus tard que les chiffres ci-dessus auraient pu nous le faire croire. Mais incontestablement, la crise est cependant venue. Par exemple, les importations de juillet 1927 représentent une quantité globale inférieure de 250.000 tonnes à nos importations de juin et de près d'un million de tonnes à celles de mai.

En particulier, les entrées de matières premières nécessaires à l'industrie sont tombées dans des proportions considérables. Elles avaient été pour le second semestre de 1925 de 21 millions 037.241 tonnes; pour le second semestre de 1926 elles sont de 18 millions 863.093 tonnes et elles continuent de décroître; au mois de juillet 1927, elles accusent à elles seules un fléchissement de près de 300.000 tonnes par rapport à juin et de 950.000 tonnes par rapport à mai.

Les importations de houille, de coke et d'agglomérés sont notamment en diminution très importante.

En ce qui concerne les ports maritimes, si l'on compare les tonnages de charbons débarqués pendant le troisième trimestre de 1927 à ceux de la période correspondante de 1925, année normale, — l'année 1926 ne pouvant servir de terme de comparaison à cause de la grève anglaise, — on constate une diminution des importations qui atteint 30 % pour Saint-Nazaire, 24 % pour Rouen, 21 % pour Bordeaux, 15 % pour Marseille et 14 % pour le Havre, et qui, si l'on considère l'ensemble des ports, est de l'ordre de 12 à 13 %. Pour l'année entière, la réduction du trafic charbonnier de ces ports se chiffre par 7,50 %, ainsi que l'a fort loyalement reconnu M. André Tardieu dans son exposé du 23 décembre. On a, il est vrai, tenté de remédier à cette perte de trafic en faisant envoyer du charbon par mer, par Dunkerque et Calais, des mines du Nord vers les ports de l'Océan, mais cet essai n'a à peu près rien donné.

Donc, notre industrie ne se réapprovisionne plus, car sa clientèle ne lui achète pas, et, de mois en mois, une aggravation de la situation est hélas ! à relever.

Dans l'ensemble, la balance révèle un excédent favorable de 2.372 millions. Soulignons qu'il est imputable jusqu'à concurrence de 2.028 millions à une augmentation de nos exportations en Allemagne par suite du traité de commerce que nous avons signé avec ce pays.

Quoi qu'il en soit, examinons l'ensemble de la situation à la fin de l'année 1927. Voici les chiffres de l'Administration des douanes (en milliers de francs) :

	Année 1926	Année 1927	Différences en 1927
<i>Importations :</i>			
Objets d'alimentation.	11.594.914.000	13.878.016.000	+ 2.283.102.000
Matières nécessaires à l'industrie	40.434.903.000	33.190.649.000	— 7.244.254.000
Objets fabriqués	7.508.504.000	5.784.095.000	— 1.784.409.000
Totaux.....	59.598.321.000	52.852.760.000	— 6.745.561.000
<i>Exportations :</i>			
Objets d'alimentation.	5.079.362.000	5.384.383.000	+ 305.021.000
Matières nécessaires à l'industrie	16.784.102.000	16.780.531.000	— 3.571.000
Objets fabriqués	37.814.466.000	33.059.803.000	— 4.754.663.000
Totaux.....	59.677.930.000	55.224.717.000	— 4.453.213.000

Cette statistique montre que, pendant l'année 1927, les importations en France ont fléchi, en valeur, de 6.745 millions $\frac{1}{2}$ de francs, soit de plus de 11 % par rapport à 1926. Nos exportations ont également diminué de 4.453 millions ou de 7 $\frac{1}{2}$ %.

Le fléchissement des entrées est dû essentiellement à un recul de 7.244 millions sur les matières premières; les importations d'objets fabriqués ont diminué aussi de 1.784 millions $\frac{1}{2}$. En revanche, par suite notamment de l'insuffisance de notre récolte de 1926, nos achats de denrées alimentaires accusent d'une année à l'autre un accroissement de plus de 2.283 millions.

La diminution des sorties provient, presque exclusivement, d'un fléchissement important — 4.754 millions $\frac{1}{2}$ — noté, d'une année à l'autre, dans nos ventes

d'objets fabriqués. Nos exportations de matières premières ont également diminué de 3 millions $\frac{1}{2}$, tandis que nos ventes de produits alimentaires augmentaient de 305 millions.

Voici, d'ailleurs, le tableau résumé de l'évolution de notre activité commerciale avec l'extérieur :

1927	Impor- tations	Expor- tations	Balance
	(en milliers de francs)		
Janvier.....	4.079.092	4.708.855	+ 629.763
Février.....	4.779.703	4.596.657	— 183.046
Mars.....	4.414.149	4.693.891	+ 279.742
Avril.....	4.297.956	4.254.839	— 43.117
Mai.....	4.989.497	4.280.826	+ 608.671
Juin.....	4.557.813	4.417.129	— 140.684
Juillet.....	4.068.183	4.499.160	+ 430.977
Août.....	3.771.146	4.287.185	+ 516.039
Septembre.....	3.501.508	4.545.308	+ 1.033.800
Octobre.....	4.475.972	5.049.987	+ 574.015
Novembre.....	4.631.779	4.870.540	+ 238.761
Décembre.....	5.215.962	5.020.340	— 195.622

L'année s'est donc nettement divisée en deux semestres bien différents : le premier presque constamment déficitaire, le second en excédent permanent.

Il reste, pour les raisons que nous avons données plus haut, à rectifier ou à corriger ces indications par la statistique du commerce extérieur en poids (tonnes).

	Année 1927	Année 1926	Différences pour 1927
<i>Importations :</i>			
Objets d'alimentation.	6.917.795	5.073.278	+ 1.518.517
Matières nécessaires à l'industrie	41.623.474	38.958.935	+ 2.664.539
Objets fabriqués	1.143.678	1.361.773	— 218.095
Totaux.....	49.358.947	45.393.986	+ 3.964.961
<i>Exportations :</i>			
Objets d'alimentation.	1.431.748	1.423.105	+ 8.643
Matières nécessaires à l'industrie	31.182.822	26.326.136	+ 4.846.686
Objets fabriqués	5.436.386	4.789.263	+ 647.123
Totaux.....	38.050.956	32.548.504	+ 5.502.452

En étudiant ces chiffres, on remarque, d'abord, que la diminution de plus de 11 % dans la valeur des entrées, pour 1927, provient essentiellement de la baisse des prix d'une année à l'autre, car les quantités importées, bien loin d'avoir fléchi, ont au contraire augmenté de 3.965.000 tonnes, ou de près de 9 %. En particulier, les importations de matières premières dont la valeur, on l'a vu, a diminué de 7.244 millions sont en augmentation de 2.664.539 tonnes. Mais cet accroissement provient exclusivement de l'augmentation de nos achats de charbon à l'étranger qui, passant de 22.084.587 tonnes en 1926 à 24.772.660 tonnes en 1927, ont progressé, d'une année à l'autre, de près de 2.700.000 tonnes.

Les importations de denrées alimentaires ont également augmenté de 1.518.517 tonnes, principalement par suite des achats considérables de céréales qu'avait entraînés le déficit de notre récolte de 1926. Les entrées d'objets fabriqués ont fléchi de 218.095 tonnes.

L'impression générale qui se dégage des statistiques de l'administration des douanes à la fin de l'exercice 1927 peut se résumer ainsi :

Diminution des valeurs, par rapport à 1926, mais augmentation des quantités, à l'entrée aussi bien qu'à la sortie. Donc, baisse de nos prix d'achat et de vente à l'extérieur.

La réduction des prix d'achat est évidemment normale en raison du redressement de notre monnaie. Mais en ce qui concerne nos prix d'exportation le problème mérite une attention particulière car il révèle un indice inquiétant :

Le prix de vente moyen de la tonne de produits exportés tombe. Ce fléchissement du rendement de notre commerce d'exportation doit sans doute être attribué en partie, au fait que nos exportateurs, afin de conserver leurs débouchés, sont obligés de baisser, dans une mesure proportionnellement importante leurs prix de vente, et ceci au moment même où l'augmentation des charges fiscales vient augmenter leurs prix de revient.

Il est évident qu'une industrie ne peut pas supporter longtemps un pareil régime déprimant et « déminéralisant ».

D'ailleurs progressivement nos exportateurs abandonnent une lutte de plus en plus onéreuse.

Il ne faut pas oublier, au surplus, que le ralentissement constaté pèse sur l'ensemble de nos organes économiques d'échéances extérieurs. Si nous envisageons, par exemple, le mouvement de nos ports maritimes, nous y retrouvons des symptômes identiques. En ce qui concerne le trafic du port de Marseille, pendant le 1^{er} semestre 1927, comparé à celui du 1^{er} semestre 1926, nous voyons que les exportations ont fléchi de 114.000 tonnes de marchandises et que les importations ne sont restées stationnaires ou même en léger progrès, que grâce aux achats de céréales nécessités par une soudure particulièrement difficile.

Il faut remarquer que si notre commerce extérieur avec les puissances étrangères a décliné, le déficit a été en partie compensé par nos échanges avec nos colonies. A ce sujet les proportions suivantes sont suggestives :

	Commerce avec l'étranger (Imp. + Export.)	Avec nos colonies (Imp. + Export.)
1909-1913	88.12 %	11.88 %
1926	86.51 %	13.49 %
1927	86.86 %	13.14 %

Or, s'il est intéressant à plus d'un égard de voir se développer nos échanges avec nos colonies, il faut remarquer que ces échanges ne nous procurent aucune réserve de changes, alors qu'au contraire, nos échanges avec les pays étrangers sont fructueux et rémunérateurs.

Avant la guerre, la France pouvait se permettre un déficit important. Comme les nations riches, la France, créancière du monde entier, achetait plus qu'elle ne vendait à l'extérieur. Les revenus de l'épargne qu'elle avait accumulée et qui représentait du travail passé, lui permettaient de solder largement l'excédent des importations. Il n'en est plus de même aujourd'hui.

Appauvri par les hostilités, notre pays a perdu la majeure partie de son portefeuille de valeurs internationales; par ailleurs, il a aujourd'hui une dette extérieure. Le renversement de la balance commerciale atteste tous les changements survenus depuis la guerre.

Aujourd'hui, la France est contrainte de mener, non plus la vie de « rentier partiel » qui était la sienne avant la guerre, mais celle de travailleur gagnant sa vie. Il nous faut exporter pour vivre. On peut craindre que la tenue du franc sur les marchés extérieurs ne soit ébranlée, si une reprise de nos échanges ne nous procure dans l'avenir des réserves de devises plus abondantes qu'en 1926 et 1927.

**

On sait que la balance des comptes se compose :

1° de la balance commerciale;

2° de la balance, dite invisible, qui comprend, à l'actif : les dépenses des touristes, les revenus du portefeuille de valeurs étrangères, les services rendus par les nationaux à l'extérieur, etc... et au passif : les éléments inverses;

3° la balance des capitaux qui traduit les entrées et les sorties de fonds en quête d'un placement plus ou moins durable.

Sur la balance commerciale, nous sommes maintenant fixés.

En ce qui concerne la balance invisible, nous n'avons pas de renseignements complets. On a évalué à 5 milliards de francs, environ, les dépenses des seuls Américains en France en 1925. Mais ceci est plus encore un ordre de grandeur qu'une approximation. En tous cas, il est certain que les touristes étrangers sont venus moins nombreux chez nous ces deux dernières années que les précédentes. Nous n'avons plus vu de chômeurs anglais venir à bon compte passer des vacances faciles sur nos côtes de la Manche. Si le séjour en France des membres de l'*American Legion* a été pour nous une excellente affaire, il faut cependant ne pas oublier que dans les mois à venir nous aurons de moins en moins d'hôtes étrangers dépensant chez nous leur monnaie nationale.

Enfin, en ce qui concerne les mouvements des capitaux, c'est un problème d'une ampleur exceptionnelle qui se pose. Nous en avons déjà parlé longuement. Autrefois, les capitaux se déplaçaient d'après les différences du taux de l'intérêt suivant les pays. Aujourd'hui, c'est l'attrait d'une spéculation monétaire qui régit leurs mouvements; ceux-ci prennent de ce chef une amplitude considérable.

En France, la chute du franc de 1923 à 1925 a été due en partie à la fuite des patrimoines. Au contraire, depuis quelques mois, alors que l'excès du sacrifice

fiscal devrait susciter théoriquement une émission de billets, la Trésorerie connaît une aisance remarquable. De même, les changes baissent du fait de la rentrée d'une partie des capitaux évadés, ainsi que du concours de la spéculation étrangère, qui attirée par une chance de hausse du franc, a mis à notre disposition ses disponibilités. Nous avons montré dans quelle mesure cette aide était définitive et dans quelle mesure elle est restée précaire.

En tous cas, sur un point important, des résultats certains sont acquis, nous faisons allusion au rapatriement des capitaux. On estime dans les milieux dirigeants de la Banque de France que le volume de ces rapatriements est supérieur à celui des positions étrangères sur le franc!

Par ce rapatriement des capitaux, la situation du pays se transforme. Auparavant, la France se vidait, de son actif pour acquérir des crédits en livres, dollars, florins, etc... Les particuliers ont aujourd'hui ramené en France une grande partie de ces capitaux émigrés. Le Trésor et la Banque les ont acquis au passage et se sont constitué ainsi une puissante masse de devises.

Telle est donc la situation globale de notre balance des comptes, situation partiellement précaire puisque le principal de ses éléments, les capitaux, reste instable dans une certaine mesure. Il faut ajouter que le fait que les étrangers ont augmenté leur portefeuille de nombreuses valeurs françaises à l'occasion de la hausse du franc, ménage à chaque échéance un courant monétaire important de la France vers l'étranger.

Nous en avons parlé lorsque nous établissions le bilan provisoire du redressement de notre devise.

Il importe que soit suivi avec une attention particulière cet aspect de notre état général. Les variations de notre balance dans les quelques prochaines années auront une importance décisive.

IV

La production et les transports

Les premiers mois du ministère actuel, la production continuait de suivre le cours normal que lui imprimait la politique d'inflation des années précédentes.

Par exemple, dans l'industrie houillère, l'ensemble de nos bassins marque à ce moment des progrès sensibles. Donnons deux chiffres seulement, pour les caractériser : la production en milliers de tonnes, passe de juillet à novembre, de 4.381 à 4.645.

La production métallurgique donne des résultats identiques :

	Production en milliers de tonnes	
	Fonte	Acier
Juillet.....	791	718
Décembre.....	827	741

Dans les textiles, mêmes constatations :

Industrie cotonnière (1)	Filatures (production) moyenne par broche à filer en kilos	Tissage (production) moyenne par métier en pièces d'environ 100 m.
Juillet.....	1995	5,20
Novembre.....	2057	5,51

Mais la période des vaches maigres approche. On peut la pressentir en examinant la chute de la moyenne des commandes prises durant un mois.

Industrie cotonnière	Filatures : moyenne des ordres pris dans un mois par broche à filer en kilos (1)	Tissage : Moyenne des ordres pris dans un mois par métier en pièces de 100 m. (1)
Moyenne mai-juin 1926	1399	3,57
Moyenne novembre 1926	1207	2,31

C'est par la faiblesse de leurs commandes que les industriels du textile furent les premiers prévenus de la crise qui approchait.

D'ailleurs, tous les observateurs perspicaces la prévoyaient. Le 30 novembre 1926, l'assemblée générale des actionnaires du Creusot décida qu'il ne serait pas distribué de dividende pour l'exercice clos le 30 avril 1926, alors que les porteurs avaient touché 80 francs

(1) D'après les statistiques du Syndicat général de l'Industrie cotonnière française, *Bulletin de la Banque Nationale du Commerce Extérieur*, février 1927.

les deux exercices précédents et que jamais depuis 1852 une pareille mesure n'avait été prise. Mesure radicale, mesure inattendue, d'autant plus qu'un bénéfice de 22 millions $\frac{1}{2}$, supérieur au précédent, ressortait du bilan.

Le conseil de gérance expliqua que l'instabilité monétaire rendant l'avenir incertain, qu'une crise industrielle pouvant résulter de la politique monétaire, que l'accroissement des charges fiscales, des matières premières et des transports nécessitant un fonds de roulement plus considérable, des mesures de prudence s'imposaient. Le rapport (1), dans le tableau qu'il faisait des difficultés de l'heure, exprimait la situation de toutes les entreprises françaises dans les nouvelles conditions provoquées par la hausse du franc.

Effectivement, le ralentissement de notre commerce extérieur, les causes de fléchissement des affaires qui ont frappé aussi les marchés intérieurs ont bientôt atteint la production qui, depuis l'hiver 1926-1927, fonctionne « en veilleuse », « au ralenti ». Le renversement de la situation a eu lieu en décembre 1926-janvier 1927; à partir de ce moment dans toutes les industries la production diminue, le personnel est mis en chômage total ou partiel, les bénéfices décroissent, etc...

(1) Rapport présenté à l'assemblée générale du 30 novembre 1926; il paraît que d'autres raisons, notamment la participation malheureuse de la Société dans des entreprises qui ne supportèrent pas la hausse du franc explique aussi en partie, les mesures proposées par le conseil de gérance. Le bilan, très mystérieux comme c'est l'usage dans cette maison, ne permet aucun examen plus précis et plus certain.

1. Des hauts fourneaux ont été éteints :

Nombre de hauts fourneaux allumés en décembre 1927, 142; en juillet 1927, 143; en décembre 1926, 147; en juillet 1926, 155.

La production de l'acier et de la fonte a diminué.

A la fin de l'année, la production totale était pour la fonte de 9.300.000 tonnes et pour l'acier de 8.200.000 tonnes contre 9.430.000 et 8.400.000 en 1926.

Pour la métallurgie, nous ne sommes pas en présence d'une crise banale, c'est tout le problème de l'équilibre de l'économie de cette industrie qui est posé indirectement :

Le retour à la France des puissantes usines lorraines et la reconstruction dans le Nord et en Meurthe-et-Moselle des établissements détruits pendant la guerre ont, en effet, considérablement augmenté nos capacités de production. Nous sommes devenus, subitement, un très grand pays métallurgique et ce brusque changement dans notre situation a fait surgir des problèmes délicats, rendus plus délicats encore à la suite de cette crise.

D'abord la question des débouchés : le marché français est-il susceptible d'absorber un tel supplément de production ? Depuis la fin de la guerre les circonstances ont été favorables : la reconstitution des régions libérées, la reconstruction des mines, des usines, le rééquipement en matériel-machines, ont permis de maintenir les consommations intérieures sur une base élevée.

Mais les débouchés ont peu à peu déchu et la crise restreint d'une façon plus sensible les besoins en acier.

Certaines industries, grosses consommatrices, comme les industries navales, sont dans le marasme.

C'est donc vers les marchés extérieurs que doit se tourner la métallurgie française. Ses exportations peuvent se faire sous deux formes : soit en produits bruts ou semi-ouvrés (rails, poutrelles, barres, tôles) soit sous forme de produits fabriqués (moteurs, machines, automobiles).

Déjà, en 1926, malgré les facilités d'exportation constatées dans toutes les branches d'industrie, la grosse métallurgie a dû exporter près de 4 millions de tonnes de métal brut sur une production totale de 10 millions. Actuellement, les industries mécaniques et transformatrices françaises se trouvent dans une situation beaucoup plus défavorable et leurs possibilités d'exportation tendent à diminuer.

Les besoins en acier du marché intérieur marquent de ce fait un ralentissement sensible et il manque à notre grosse métallurgie une industrie mécanique aussi développée et aussi avancée que celle de l'Allemagne, de l'Angleterre ou des Etats-Unis. A part l'industrie automobile et quelques spécialités en machines agricoles, machines à bois, il faut bien reconnaître que les exportations dans la branche de la mécanique sont fort restreintes.

Privées d'un large marché intérieur, les aciéries françaises doivent pour vivre vendre près des 2/3 de leur production à l'étranger. Le pourront-elles ?

C'est une question de prix de revient (1). Dans le prix de revient de la fonte et de l'acier entre le prix

(1) Rapport du Comité des Forges pour l'année 1926.

du coke; nos producteurs paient leur coke 6 fois plus cher qu'avant la guerre alors qu'ils vendent leurs produits au coefficient 4 ou 5, par rapport à 1913.

Comme le coke provient en grande partie d'Allemagne et que le syndicat allemand des charbons est entre les mains des métallurgistes d'outre-Rhin, la sidérurgie française se trouve dans une certaine mesure sous la dépendance de ses concurrents allemands.

Ceci explique en partie les arrangements intervenus ces temps derniers entre les métallurgistes des deux pays. Mais cela ne suffit pas.

Faudra-t-il dès lors, aboutir à une sorte de malthusianisme économique et la baisse actuelle de la production doit-elle être considérée comme définitive ou tout au moins comme devant durer relativement longtemps encore ?

Cette restriction serait à notre sens extrêmement fâcheuse.

Une diminution de la production rencontre dans une telle industrie de grosses difficultés par suite des conséquences qu'elle entraîne dans l'augmentation mêmes des prix de revient. En effet, les frais généraux, les frais d'entretien, les prix de la force motrice, restent sensiblement les mêmes avec une production forte ou moyenne. En outre, l'utilisation des combustibles ne peut plus être faite d'une manière rationnelle. Ce que l'on gagne d'un côté, on le perd de l'autre et le problème ne se trouve pas résolu.

Seul, un large marché national avec des industries

consommatrices fortement exportatrices permettrait de trouver un remède durable et efficace (1).

C'est donc dans les industries de transformation qu'un effort doit être porté. Or, la construction mécanique, l'industrie électrique et l'industrie navale ont été particulièrement touchées par la crise récente. C'est ainsi, par exemple, que nous avons moins exporté d'automobiles en 1926 qu'en 1925 et en 1927 qu'en 1926.

Nous sommes donc en présence d'un cas où la crise de stabilisation commande une modification de notre politique économique.

Si nous avons insisté sur ce point, c'est précisément pour donner un exemple des conséquences lointaines et nécessaires de la crise d'assainissement. Dans d'autres domaines, au contraire, la crise n'aura vraisemblablement que des conséquences précaires. Dépression puis reprise.

C'est le cas par exemple, de l'extraction houillère, du bâtiment, etc.

2. Dans les houillères, la production journalière moyenne et le personnel occupé, marquent des régressions successives :

	Production journalière moyenne	Personnel occupé
Janvier 1927.....	185.179	333.151
Juin 1927.....	172.697	324.965
Décembre 1927.....	169.859	318.118

(1) Voir un très intéressant article de M. Marc Nody dans le *Figaro* du 30 juillet 1927.

3. Voici, d'autre part, la production totale de nos houillères pendant les mois de l'année 1927 (en tonnes).

Janvier	4.629.491
Février	4.450.990
Mars	4.822.530
Avril	4.384.529
Mai	4.377.424
Juin	4.317.426
TOTAL pour le premier semestre.	26.982.388
Juillet	4.275.702
Août	4.379.010
Septembre	4.422.848
Octobre	4.380.582
Novembre	4.189.825
Décembre	4.215.698
TOTAL pour l'année.....	52.846.698

En même temps, le charbon extrait ne peut être entièrement vendu et malgré la réduction de la production, près de 4 millions de tonnes restent sur le carreau des principaux centres à la fin de 1927 (1).

4. Le bâtiment a chômé aussi. Dans cette corporation, pour Paris, le 1^{er} semestre de 1927 marque un recul très sensible sur celui de 1926. Les demandes en autorisation de construire sont inférieures de 30 %; pour les pavillons et les petites maisons, inférieures de 50 %. On a surélevé moitié moins d'immeubles et construit moitié moins d'hôtels à voyageurs; seules

(1) En même temps des entreprises françaises se fournissent de charbon en Angleterre !

les maisons destinées à l'habitation collective n'ont diminué que de 18 unités.

Dans l'ensemble, 658 étages ont été construits en moins pendant cette période de 1927.

5. L'industrie textile aussi a vivement souffert de la crise et plus particulièrement de l'évolution de la mentalité de la clientèle. La consommation a marqué, en effet, une tendance à se détourner des produits chers et à réserver ses faveurs aux produits bon marché. Malgré cela la production totale a diminué.

Industrie cotonnière (1)	Filatures : (production) Moyenne par broche à filer en kilos	Tissage : (production) Moyenne par métier en pièces d'env. 100 m.
Moyenne trim. 1926....	6195	17,01
2 ^e trim. 1927.....	5846	16
3 ^e trim. 1927.....	5852	15,37

6. Il en est de même dans les services publics industriels : Postes, Télégraphes et Téléphones, (qui sont en déficit) et surtout dans les transports. Les prix en ont été augmentés pour la dernière fois en août 1926. Depuis, la crise a éclaté. Elle a été d'autant plus sensible que les prix étaient plus élevés.

L'exploitation commerciale des grands réseaux est déficitaire pour 1927 alors que l'exercice 1926 avait

(1) D'après la statistique du Syndicat général de l'Industrie cotonnière française. *Bulletin de la Banque Nationale française du Commerce Extérieur*, août 1927.

été pour la première fois en excédent d'actif (555 millions environ).

Or, l'un des indices les plus précis de l'activité économique est assurément celui qui résulte du mouvement des transports par chemin de fer (recettes et nombre de wagons chargés).

Si les recettes dans des conditions comparables augmentent ainsi que le nombre de wagons chargés, quotidiennement, on en peut conclure à un développement des affaires. Que si, au contraire, ces deux indices fléchissent, le ralentissement économique est évident. Or, il n'est pas douteux que depuis le début de l'année 1927, on assiste à une sérieuse diminution du trafic sur les grands réseaux d'intérêt général.

Comparons d'abord les recettes. Le *Journal Officiel* publie chaque semaine, le samedi, un bulletin comparatif hebdomadaire des recettes *brutes* des chemins de fer. Jusqu'à la trentième semaine (23 au 29 juillet 1927) on avait enregistré dans les recettes totales, par rapport à celles de 1926, une augmentation qui allait d'ailleurs en s'atténuant. Mais, à partir de ce moment, les recettes brutes de 1927 pour l'ensemble des sept grands réseaux deviennent inférieures à celles de la période correspondante de 1926 comme on va en juger :

31 ^e semaine.....	9.357.000	francs en moins.
32 ^e —	9.407.000	—
33 ^e —	30.715.000	—
etc., etc.		

En conséquence, la plus-value par rapport à l'an passé des recettes brutes totales des sept grands ré-

seaux depuis le début de l'exercice, qui avait atteint, le 29 juillet, son maximum de 424.885.000 francs, était réduite, à la fin de l'année à 46 millions, tombant ainsi à 0,30 %. Encore faut-il remarquer que ces chiffres tiennent compte des augmentations résultant du nouveau tarif du 16 août 1926 et que pour une lecture correcte on devrait en défalquer le montant des majorations opérées. Une comparaison vraie doit porter non pas sur les recettes brutes, mais sur les *recettes de base*, c'est-à-dire, la somme obtenue en ramenant les tarifs aux taux antérieurs à toutes majorations, autrement dit, aux taux de 1918.

Or, si on procède à ce travail, on constate que depuis le début de l'année 1927 les recettes de base qui seules permettent de juger l'évolution du trafic, ont été chaque semaine inférieures à celles de 1926.

Voici notamment la comparaison des recettes de base des sept grands réseaux pour quelques semaines caractéristiques :

	1927	1926	Diminution en % pour 1927
26 ^e semaine.....	65.350.000	77.426.000	— 15,58 %
32 ^e —	66.465.000	80.408.000	— 17,50 %
34 ^e —	65.665.000	77.371.000	— 10,96 %
38 ^e —			— 9,49 %
46 ^e —			— 7,88 %
51 ^e —			— 4,89 %

Dans les dernières semaines de l'année et au début de 1928, la diminution tombe fortement. Mais il semble que le progrès constaté ne provient pas d'une augmen-

tation de trafic. La cause en est plutôt dans le fait que la crise des transports avait commencé en décembre 1926, de sorte que la comparaison des résultats de 1927 avec ceux de 1926 et de ceux de 1928 avec ceux de 1927, porte sur des recettes déjà réduites.

Si l'on compare les recettes de base de l'ensemble de l'année 1927 à celles de 1926, on obtient une moins-value de 450 millions environ.

De la même façon, la recette globale est tombée pour les marchandises (grande et petite vitesse) de 1397 millions à 1216 (pourcentage de diminution : 13 %). Pour l'ensemble du trafic, la baisse est de 12,9 %. Ces résultats peu satisfaisants sont confirmés par la statistique du nombre des wagons chargés sur les sept grands réseaux, qui a été presque régulièrement inférieure en 1927, au nombre correspondant non seulement de 1926, mais même de 1925.

MOYENNE JOURNALIÈRE DES WAGONS CHARGÉS.

	1925	1926	1927
Janvier	61.352	60.808	56.663
Février	63.352	66.179	61.967
Mars	62.990	67.329	61.880
Avril	58.914	63.193	58.817
Mai	58.946	62.075	60.858
Juin	59.683	64.856	59.494
Juillet	58.037	61.478	56.549
Août	60.143	63.487	57.386
Septembre	64.107	64.600	61.032
Octobre	66.542	67.923	66.500
Novembre	65.957	66.725	62.963
Décembre	63.437	60.775	61.734
Ensemble dans l'année	61.957	64.147	60.369

Tous les réseaux sont atteints, notamment le réseau du P.-L.-M. et de l'Alsace-Lorraine; le réseau du Nord est celui qui a le moins souffert.

C'est la période juillet, août, septembre, qui marque le point culminant de la crise; si la situation ne se remet pas dans les semaines suivantes, en tous cas, le mal n'empire plus et il décroît même lentement surtout en ce qui concerne le trafic marchandises, le trafic voyageurs restant plus longtemps déficitaire.

Une des causes de la crise actuelle des chemins de fer est certainement, et nous y insistons d'autre part, l'exagération de l'impôt sur les transports par voie ferrée. Pendant les onze premiers mois de l'année, le Trésor a prélevé à son profit, 1.580 millions 135.000 francs sur les sommes reçues des usagers par les réseaux. En d'autres termes, pour les voyageurs et les marchandises transportés du 1^{er} janvier au 1^{er} décembre, la part du fisc est de 1.580 millions et celle des réseaux 11.982 millions. L'impôt dépasse donc 13 % des recettes réelles.

Les prix des billets de voyageurs se trouvent grevés, de ce fait, d'une taxe particulièrement lourde. En effet, l'augmentation de près de 30 %, que les tarifs de ces billets ont subie en août 1926, a été absorbée jusqu'à concurrence de 71 % par l'impôt sur les transports, 29 % seulement de la majoration sont allés aux réseaux. Or, c'est précisément le trafic des voyageurs qui est le plus atteint.

Rien, d'autre part, ne peut nous faire espérer un redressement pour 1928. Les spécialistes les moins pessimistes prévoient pour cet exercice un déficit net de un milliard environ.

Or, on se souvient que les conventions ferroviaires de 1921 entre l'Etat et les Compagnies concessionnaires prévoient deux périodes dans l'exploitation.

La seconde période qui a commencé le 1^{er} janvier 1927, est celle du régime définitif. Sous ce régime, le fonds commun est d'abord obligé de rembourser chaque année au Trésor les sommes que celui-ci doit verser aux réseaux afin d'assurer le service des obligations émises pour couvrir les déficits de la période transitoire, sommes qui étaient, jusque-là, exclusivement à la charge de l'Etat. C'est là une charge supplémentaire d'environ 500 millions. En outre — et surtout — l'augmentation des tarifs en cas d'insuffisance des recettes est désormais obligatoire.

Or, nous savons bien qu'une hausse nouvelle des tarifs serait une mesure antiéconomique au plus haut point et aboutirait rapidement à un fléchissement nouveau des recettes. Pour certaines marchandises, notamment, la limite au-dessus de laquelle l'élévation des prix risque de tarir la source des recettes est manifestement atteinte ou dépassée.

En réalité, pour qu'une nouvelle augmentation de ces tarifs fut possible, il serait indispensable qu'elle fut compensée par une diminution de l'impôt sur les transports, dont le produit a d'ailleurs accusé, pendant les onze premiers mois de 1927, un fléchissement de 134 millions sur les évaluations, ce qui prouve que le Trésor est lui-même victime de l'exagération des taux.

Ajoutons enfin qu'en 1927, les travaux de premier établissement tels que constructions de nouvelles lignes et électrification de lignes existantes ont été considérablement ralentis.

Ainsi, dans tous les domaines, nous constatons un fléchissement inquiétant de l'activité générale, fléchissement qui serait dangereux à toutes les époques, certes, mais qui l'est particulièrement dans les circonstances présentes. S'il a, dans une mesure d'ailleurs incertaine, permis l'élimination d'un certain nombre d'entreprises malsaines, il a affecté gravement aussi des affaires solides qui en ont été souvent frappées à mort. Ceci ne peut qu'être extrêmement grave dans une période de convalescence monétaire et tous les moyens devraient être mis en œuvre pour provoquer une amélioration dont le besoin se fait puissamment sentir.

Nous avons vu dans quelle mesure le commerce, l'industrie et production ont souffert de la crise; nous allons examiner rapidement comment les salariés l'ont supportée.

V

Le chômage et les salaires.

Dans tous les pays d'Europe, la période d'inflation a été caractérisée par la suppression à peu près complète du chômage. Cet heureux effet de la dépréciation monétaire a disparu le plus souvent, au moment de l'assainissement. Et la revalorisation est considérée par les économistes comme devant à peu près infailliblement entraîner une crise plus ou moins généralisée du travail.

C'est ce qui a été observé en Angleterre, puis en Italie. D'après les données officielles, le nombre des

chômeurs dans l'industrie italienne aurait atteint 300.000 en 1927, ayant été seulement de 79.000 en juillet 1926. Et il faut y ajouter naturellement les chômeurs partiels. La politique de prestige que le Gouvernement italien a poursuivi à propos de la lire a donc coûté et coûte encore fort cher au travail italien.

En France, nous avons observé des faits analogues. Heureusement, ils n'ont à aucun moment atteint une ampleur comparable. En voici l'évolution générale telle qu'elle résulte des statistiques officielles :

On assiste d'abord à une chute des placements réussis par les offices de placements, malgré l'accroissement du volume des demandes de travail :

Moyenne hebdomadaire			
Septembre 1926, placements.....			33.238
Octobre — — —			30.382
Novembre — — —			25.851
Décembre — — —			23.255

Les demandes d'emplois restent non satisfaites et les chiffres des offres d'emplois tombent progressivement.

	Demandes d'emplois non satisfaites	Offres d'emploi non satisfaites
Août 1926.....	8.597	11.449
Septembre 1926.....	11.753	10.511
Octobre 1926.....	11.759	8.077
Novembre 1926.....	16.126	5.624
Décembre 1926.....	23.985	3.556
Janvier 1927.....	75.506	4.751
Février 1927.....	96.670	6.303

Un nombre croissant de chômeurs est à noter pendant cette période. Des caisses de secours syndicales, d'abord, puis officielles, commencent à fonctionner. Le nombre des chômeurs qui y sont reçus augmente rapidement.

	Chômeurs secourus
8 décembre 1926.....	1.396
23 décembre 1926.....	6.703
6 Janvier 1927.....	17.178
22 janvier 1927.....	45.222
24 février 1927.....	79.689
10 mars 1927.....	81.916 (maximum)

Il faut bien prendre garde à la relativité de la valeur de ces chiffres. Ils ne concernent, en effet, que les chômeurs secourus sur les fonds de chômage des communes ou des départements.

Il en résulte qu'ils ne représentent qu'une partie de la réalité.

En effet, certaines catégories de chômeurs n'apparaissent pas dans les calculs officiels.

Ce sont d'abord les chômeurs partiels qui continuant à travailler 25, 30 ou 35 heures par semaine, ne peuvent demander d'allocation.

Ils sont extrêmement nombreux. Voici quelques renseignements qui permettent d'en évaluer le nombre *grosso modo*.

a) M.^a le député Lebas traitant à la Chambre, avec une grande maîtrise de son sujet, la question du

chômage, indiquait qu'à Roubaix, au début de janvier 1927, il y avait :

2.062 chômeurs complets et 16.000 chômeurs partiels, soit environ 8 fois plus (1).

b) M. le Préfet du Nord a communiqué à M. le député Laporte une statistique qui donne les chiffres suivants pour l'ensemble du département du Nord pour le mois de février 1927 (2).

Chômeurs secourus	2310			
Chômeurs totaux		8230		
Chômeurs de 1 jour			} proportion	1-10
par semaine	44500	} 82100		
de 1 jour ½	28000			
de 3 j. par sem.	9600			

c) M. Laporte, député, donne, par ailleurs, pour l'Isère, mais sans indiquer ses sources, les chiffres ci-dessous (2).

Chômeurs totaux	2.500	environ	proportion
Chômeurs partiels	32.500	—	1-13

Mais nous ne nous étonnerions pas de relever dans la bouche du député communiste une légère exagération.

Il semble donc que les chômeurs partiels soient environ 8 à 10 fois plus nombreux que les chômeurs

(1) Chambre, 28 janvier 1927. *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre, 29 janvier.

(2) Chambre, 18 février 1927. *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre, 19 février.

complets. Malheureusement, nous ne sommes pas beaucoup plus avancés puisque nous n'avons pas le nombre des chômeurs complets. En effet, en plus des chômeurs secourus, ceux-ci comprennent :

1° Tous les salariés en chômage qui mûs par un sentiment de fierté très compréhensible, ne veulent pas être secourus et ne se font pas inscrire aux caisses.

2° Tous ceux qui récemment chômeurs, ne sont pas encore dans les conditions nécessaires pour se faire inscrire; l'inscription ne pouvant être demandée qu'après un certain nombre de jours de chômage effectif. En effet, le décret du 28 décembre 1926 sur la réglementation des secours de chômage décida que ces secours pourraient être distribués à partir du troisième jour de chômage. En fait, les municipalités ont quelquefois allongé ce délai.

3° Tous ceux qui ayant touché sont parvenus à la fin de la période de secours et n'ont cependant pas retrouvé de travail.

Ainsi, on nous annonce en octobre 1927 qu'il n'y a plus à Lille que 192 chômeurs secourus. Or, le syndicat confédéré du textile de cette même ville, nous informe en même temps de l'état du chômage dans cette industrie. Il en résulte que pour un seul tissage (Jules Bollet à Fives-Lille), des centaines d'ouvriers et ouvrières chôment depuis 5 mois et ont épuisé leurs droits aux allocations de chômage (délai de 120 jours). Déjà, depuis plusieurs semaines, ces travailleurs n'ont plus d'autres ressources que le bureau de bienfaisance. Les statistiques officielles ne parlent pas

d'eux. Et nous pourrions certainement citer d'autres cas semblables.

Indiquons seulement que le nombre total des chômeurs radiés parce que parvenus à la limite de leur période de secours, mais restant chômeurs, fut relativement important. Du 1^{er} janvier au 19 novembre 1927, il fut de 7.000 pour Paris (1).

4° Les chômeurs résidant dans une localité dépourvue de caisse de chômage. En janvier 1927, 92 communes seulement avaient constitué des fonds de secours (2).

5° En principe les chômeurs étrangers, etc... etc...

On comprend que, dans ces conditions, il soit particulièrement difficile de chiffrer avec précision le chômage réel complet. En Allemagne, on est parvenu, par une organisation méticuleuse, à publier régulièrement une statistique officielle extrêmement sérieuse du chômage. Cette statistique n'existe pas en France.

En son absence, tentons une évaluation. Les moyens dont nous disposons ne nous permettent pas d'établir des chiffres suffisamment précis mais nous pouvons dégager des ordres de grandeur.

Voici quelques indices qui faciliteront notre tâche.

1° En 1921, lors de la crise économique, la statistique des secours de chômage indiquait 91.000 chômeurs secourus à un moment donné. En même temps,

(1) Commission administrative de l'Office départemental de placement de la Seine, travaux de novembre 1927.

(2) LEBAS, 28 janvier 1927, *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre, 29 janvier.

avait eu lieu le recensement quinquennal; il permit de relever 529.000 chômeurs effectifs. Proportion 1-5 $\frac{1}{2}$.

2° A Rennes, en novembre 1927, la statistique des chômeurs secourus indiquait 90 chômeurs. Il y avait, en fait, plus de 300 chômeurs réels; proportion 1-3 $\frac{1}{2}$ (1).

3° M. le député Ernest Laffont, étudiant à la tribune de la Chambre le chômage dans le département de la Loire, aboutissait aux conclusions suivantes (2) :

Chômeurs secourus, 1379; avec les chômeurs non secourus, 5273, auxquels il faut naturellement ajouter les chômeurs partiels.

On obtient la proportion intéressante de 1 à 4. Mais il faut tenir compte de ce fait que le département de la Loire a une organisation de secours remarquable et qu'on ne saurait étendre à toute la France, par analogie, les chiffres de ce département.

Si nous appliquons, néanmoins, aux statistiques officielles, le coefficient (trop faible) du département de la Loire, nous voyons que le chiffre de 80.000 chômeurs secourus pour mars, correspond à un minimum de 350.000 chômeurs totaux réels.

En plus, il y a les chômeurs partiels, 3 millions de personnes, peut-être, travaillant au ralenti. On saisit ici, l'ampleur de la crise de mars 1926.

(1) Renseignements obligeamment fournis par M. Chéreau, secrétaire de l'Union départementale des Syndicats confédérés d'Ille-et-Vilaine.

(2) Chambre, 3 février 1927, *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre, 4 février, page 275.

Les industries qui furent les plus atteintes sont l'industrie des métaux, celle du bois, puis le bâtiment, puis les transports.

La commission administrative de l'Office départemental de placement de la Seine s'est inquiétée de connaître à quelle catégorie professionnelle appartenaient les chômeurs. Elle a noté qu'un nombre important d'allocataires de secours qui cependant ne figure pas à la rubrique « manœuvres » n'appartient pas à une profession bien définie ou ne peut se prévaloir d'un long passé professionnel dans une spécialité donnée.

Au cours de la prospérité économique qui a caractérisé le début de 1926, des éléments de valeur professionnelle réduite ont pu être absorbés dans leur totalité tant le besoin de main-d'œuvre se faisait sentir à l'époque. Actuellement, le fait qu'à l'appui de leurs demandes d'inscription, ils peuvent produire des certificats de travail, suffit souvent à les faire considérer comme chômeurs dans la spécialité portée sur les derniers certificats. Il n'en reste pas moins que si un certain nombre de chômeurs rentrent dans la catégorie de la main-d'œuvre vraiment qualifiée, une grande partie est constituée de manœuvres.

D'une façon générale, on peut, en effet, remarquer que les manœuvres ont été licenciés plus souvent et en plus grand nombre que les ouvriers spécialisés. Il semble que les patrons se soient débarrassés d'abord de la partie de leur personnel aisément remplaçable, parce qu'aucune compétence particulière ne lui est demandée, préférant, par contre, garder le plus longtemps possible les salariés dont l'éducation technique

plus avancée rendait la collaboration plus intéressante et plus rémunératrice. Ceci met une fois de plus en évidence la nécessité d'un apprentissage méthodique et complet.

Il semble que les villes qui eurent le plus à souffrir furent certaines villes de moyenne importance démographique fortement industrialisées, villes où la quasi-totalité de la population est ouvrière. Telles sont : Fougères (chaussures), Thiers (coutellerie), Romans (chaussures), Sarreguemines (porcelainerie, coffres-forts), etc., etc...

Heureusement, la crise diminue après mars assez rapidement. Ce mois est, en effet, celui qui fut dans l'ensemble le plus mauvais. Dans certaines agglomérations, le maximum eut lieu un peu plus tôt ou un peu plus tard, mais c'est autour de cette période que se placent tous les maxima.

Villes	Epoque du maximum	Nombre de chômeurs
Nantes.....	22 janvier	1.200
Paris.....	26 février	36.951
Lyon.....	fin mars	3.494
Saint-Etienne.....	avril	3.600
etc.....		

Après cette période, qui est la plus critique, une amélioration sensible se fait sentir dans la plupart des régions de la France.

Des raisons locales peuvent évidemment retarder le mouvement de la baisse. Ainsi, à Saint-Etienne, la période juillet-octobre fut mauvaise en raison de l'arrêt de l'exploitation d'une mine de houille et de

la fermeture d'une verrerie. De même à Saint-Nazaire, on assista à des licenciements dans l'industrie des constructions navales, en octobre-novembre. De même encore, à Clermont-Ferrand, l'automne 1927 fut une période d'aggravation.

Certaines industries sont donc actuellement encore en crise, alors que d'autres en sont sorties depuis de longs mois. Les textiles, les cuirs et peaux, et les chaussures, les constructions navales souffrent encore gravement aujourd'hui.

Mais, dans l'ensemble, la crise s'est sensiblement atténuée, depuis le printemps de 1927. Si, en effet, nous reprenons les chiffres officiels — maintenant que nous savons les lire — nous voyons le mouvement suivant :

10 Mars.....	81.916 (maximum)
9 Avril.....	70.381
7 Mai.....	54.252
18 Juin.....	26.802
16 Juillet.....	19.109
27 Août.....	14.825
24 Septembre.....	12.551
8 Octobre.....	10.549
5 Novembre.....	8.662 (minimum)

Ces derniers chiffres marquent un minimum. En effet, l'hiver est toujours une période de chômage saisonnier. Les bras inemployés à la ville qui avaient été mis à la disposition de l'agriculture, se trouvent de nouveau sans travail et refluent vers la ville où des secours sont distribués. On compte ainsi une augmentation sensible du chômage.

12 novembre	8.927
10 décembre	10.876
7 janvier	14.700

Il faut espérer qu'au printemps 1928, le chômage restant sera résorbé. Si, effectivement, la crise se termine à ce moment, il n'y aura pas lieu de trop se plaindre. Mais il ne faut pas se dissimuler cependant qu'elle a été extrêmement pénible et douloureuse. Nous n'avons pas su comment on doit faire face à une telle situation. Le précédent de 1920-1921, ne nous a servi à rien. L'empirisme le plus absolu a été durant cette épreuve, notre seule politique.

Pour remédier à la situation on a eu simultanément recours à toute une série de moyens variés. Le principal fut la constitution de fonds de secours, réglementés par le décret du 28 décembre 1926. Pour encourager les communes à en constituer, l'Etat consentait à prendre une partie des frais à sa charge. Sa subvention s'éleva successivement aux taux suivants:

Jusqu'au	14 février	1927	33 %
	15 —	31 juillet	60 %
	1 août	31 août	45 %
	après le 1 ^{er}	septembre	33 %

Le montant global des subventions accordées par l'Etat aux divers fonds publics de chômage (fonds municipaux et départementaux) pour les opérations qu'ils ont effectuées depuis novembre 1926 s'élèvent pour les périodes 1^{er} novembre-31 décembre à 226.439 francs, 1^{er} janvier-31 octobre 1927, à 32.664.303 francs.

En ce qui concerne les caisses de chômage syndicales, les subventions ont été attribuées par semaine et il a été alloué pour les opérations effectuées par les dites caisses :

au cours du 2^{me} semestre 1926, 86.569 francs;
au cours du 1^{er} semestre 1927, 360.450 francs (1).

L'effort total de l'Etat s'est donc élevé à près de 35 millions.

Malgré cette participation de l'Etat la crise de chômage fut un véritable désastre pour les budgets municipaux. A Bordeaux, par exemple, elle coûta à la ville 20.000 fr. par jour environ, dès janvier 1927 (2).

A la date du 5 novembre 1927, Saint-Etienne avait dépensé plus de 3 millions (3). Lyon, avant le 5 octobre, avait atteint à peu près la même somme (4). Les

(1) Réponse de M. le Ministre du Travail à une question écrite de M. Paul Jacquier, député, *J. O.*, Débats parlementaires, 5 décembre 1927. Nous profitons de cette occasion pour remercier les parlementaires qui ont consenti à poser, par la voie de l'*Officiel*, les questions écrites nécessaires pour obtenir divers renseignements qui ont servis pour cet ouvrage. Notre reconnaissance va surtout à M. Georges Bonnet, député, ancien ministre, à M. Paul Jacquier, député, ancien ministre, et à M. l'amiral Jaurès, député.

(2) MARQUET, député, maire de Bordeaux, Chambre, 11 février 1927. *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre, 12 février.

(3) Renseignements obligeamment fournis par M. Soulié, sénateur, maire de Saint-Etienne, et dont nous sommes heureux de pouvoir le remercier publiquement.

(4) *Bulletin officiel du Conseil municipal de Lyon*, séance du 10 octobre 1927, rapport de M. Touzet, conseiller municipal.

dépenses de la ville de Nantes s'élèvent à près d'un demi-million (1). Rennes a payé plus de 200.000 francs (1), etc., etc.

On peut se figurer aisément les difficultés auxquelles ont dû faire face les municipalités pour trouver de pareilles sommes.

Malgré ces sacrifices, d'ailleurs, les allocations de chômage étaient très faibles, et inférieures au « salaire vital » nécessaire pour vivre normalement.

A Grenoble, les chômeurs chargés de famille, touchaient au maximum 16 francs par jour; à Paris, 12 francs; à Nantes, 16 francs, etc...

Les secours de chômage ne sont jamais et ne peuvent être qu'une solution incomplète. Des mesures plus larges et plus vastes s'imposent, si on entend frapper le mal à la racine.

Un excellent moyen d'activer le marché du travail, consiste à fournir aux chômeurs des occasions d'occupation et de gain par la mise en œuvre de travaux publics (2). Dans la Seine, dans les Basses-Pyrénées, à Saint-Nazaire, etc... de grands travaux étaient prêts. Certaines autorisations administratives en retardaient seulement l'exécution. Il ne semble pas que, dans ce domaine, toute la célérité nécessaire ait été apportée par le Gouvernement.

(1) Nous tenons également à exprimer notre reconnaissance à M. Veil, premier adjoint au Maire de Nantes, président de la Commission paritaire de l'Office municipal nantais de placement, et M. Chéreau, secrétaire de l'Union départementale des Syndicats confédérés d'Ille-et-Vilaine, qui nous ont très aimablement fourni des documents sur la matière.

(2) Rapport du Conseil National économique, février 1927.

Par contre, des municipalités actives surent ouvrir des chantiers qui permirent à un certain nombre de chômeurs de travailler; ainsi fut fait à Saint-Etienne, Lyon, Poitiers, Clermont-Ferrand, etc...

Une politique très vigilante fut instaurée en ce qui concerne la main-d'œuvre étrangère. Les rapatriements d'étrangers furent activés (soit en obtenant des compagnies de chemin de fer des tarifs spéciaux, dans des cas déterminés, soit en autorisant les fonds de chômage à faciliter le retour des immigrants désireux de rentrer chez eux). Un certain nombre de nord-africains furent gratuitement rapatriés. Dans le nord de la France, dans certaines régions où la main-d'œuvre belge est employée par nos industriels, les licenciements partiels ou totaux furent tels que le Gouvernement belge n'hésita pas à faire des représentations qui prirent même, paraît-il, la forme diplomatique.

Il est certain que les refoulements de travailleurs furent pour beaucoup dans l'atténuation de la crise.

Naturellement, l'entrée de main-d'œuvre étrangère nouvelle fut en même temps contrôlée et limitée.

Voici les statistiques des excédents des entrées et des sorties de travailleurs étrangers pendant l'hiver 1926-1927, par rapport aux époques précédentes.

	Excédent d'entrées	Excédent de rapatriements
1925, moyenne trim.....	27.929	
1926, moyenne des 3 premiers trimestres.....	26.844	
4 ^e trimestre 1926.....	6.840	
1 ^{er} trimestre 1927.....		23.473
2 ^e trimestre 1927.....		8.210

Le nombre de salariés étrangers qui sont entrés en France, du 1^{er} novembre 1926 au 26 novembre 1927, sous le contrôle des ministères du travail et de l'agriculture, s'élève à : 78.677, dont 47.716 pour l'agriculture.

Le nombre de salariés étrangers sortis de France du 1^{er} novembre 1926 au 26 novembre 1927 s'est élevé à 90.436.

Soit en excédent de sorties de 12.000 salariés environ (1).

En fait, les salariés étrangers qui sont entrés en France depuis 18 mois se destinaient presque toujours aux mines de charbon ou de fer (dont le travail pénible rebute de plus en plus les Français) ou à l'agriculture (qui manque toujours de bras).

Il n'a pas été possible de refouler en masse les étrangers travaillant chez nous car, en réalité, passé la crise, nous aurons encore besoin de leurs bras.

En 1911, nous avions en France 500.000 étrangers; en 1926, il y en avait tout près d'un million et demi.

(1) Réponse à une question écrite de M. Paul Jacquier, député, *J. O.*, Débats parlementaires, 20 décembre 1927.

L'augmentation est inférieure à un million. Or, nous avons perdu pendant la guerre 1 million $\frac{1}{2}$ d'hommes. Ceux-ci doivent remplacer ceux-là. Lorsque notre régime économique sera rétabli, ils ne seront pas de trop.

Dans un autre domaine, les moyens employés pour remédier partiellement à la crise peuvent être signalés; l'inspection du travail a accompli à ce point de vue, un remarquable effort. Le personnel dévoué et distingué qui en compose les cadres a combattu pied à pied pendant 18 mois, contre toutes les pratiques fâcheuses qui pouvaient avoir pour effet d'accroître le malaise.

C'est ainsi que les demandes de dérogations à la loi de 8 heures étaient la plupart du temps refusées. On estimait avec raison, qu'il était inique de conserver à l'atelier 9 ou 10 heures une partie des salariés, tandis que l'autre n'avait pas de travail. Des abus avaient été constatés, nombreux, sur ce point. Ils furent énergiquement signalés à la Chambre par M. le député Le Douarec (1). M. Poincaré se déclara d'accord avec l'interpellateur et s'engagea à les faire disparaître. Un effort fut fait dans cet ordre d'idées.

Il ne fut pas d'ailleurs partout couronné de succès. C'est ainsi, par exemple, que dans l'industrie des constructions navales, à Saint-Nazaire, alors que les directions avaient licencié de nombreux ouvriers, leur personnel de maîtrise s'efforçait de faire pression sur la main-d'œuvre restante pour qu'elle acceptât de

(1) Chambre, 11 mars 1927. *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre, 12 mars.

faire des heures supplémentaires. Les chantiers de la Loire étaient les moins touchés par la crise; il vient naturellement à l'idée qu'ils auraient pu prendre momentanément dans leurs services les ouvriers licenciés par ailleurs. Mais la direction de cet établissement préférait obliger son personnel à faire des heures supplémentaires. Elle fit même exécuter au dehors certains travaux auxquels elle aurait pu trouver à employer toute la main-d'œuvre désirable.

Il est bien exact qu'en 1926 le nombre de procès-verbaux et des contraventions à la loi de 8 heures furent plus nombreux qu'en 1925.

1925 : procès-verbaux....	1.401 ;	contraventions....	23.600
1926 : —	1.850 ;	—	34.835

Mais il faut surtout attribuer cet accroissement au fait que de nouvelles industries ont été réglementées.

En réalité, les proportions de procès-verbaux, dressés par rapport au nombre des établissements visités, ne fait pas apparaître l'augmentation que nous aurions voulu pouvoir noter.

Néanmoins, on peut convenir que la crise a eu souvent pour effet indirect de faire respecter la loi de 8 heures là où elle n'était pas encore appliquée jusque-là.

L'inspection du travail y a heureusement tenu la main. Elle a même été plus loin dans cette voie, préconisant auprès des patrons gênés, désireux de déboucher une partie de leur personnel, une pratique socialement très opportune: il est préférable, disaient les inspecteurs, dans la mesure des possibilités techni-

ques, de diminuer le nombre des heures de travail de tous vos ouvriers, de les mettre tous, en quelque sorte, en chômage partiel, que d'en licencier une partie seulement qui serait vouée au chômage total, tandis que les autres feraient les 8 heures normales. Ainsi, à Fougères, où la crise fut particulièrement pénible, 112 fabriques de chaussures purent éviter à leur main-d'œuvre le chômage total en décidant de ne travailler que 3 jours par semaine. De même, à Thiers (Puy-de-Dôme), pendant le 1^{er} trimestre 1927, il n'y eut presque pas de débauchage dans la coutellerie car cette industrie ne travaillait que 32 heures par semaine.

D'autres palliatifs furent encore imaginés. C'est ainsi que l'on chercha à reclasser les chômeurs même dans d'autres industries que celle qu'ils avaient exercées jusque-là. Par exemple, les mines du Nord (1) reçurent 1000 ouvriers qui n'avaient jamais été mineurs auparavant. De même qu'on reclassait les chômeurs par matière, ils étaient également déplacés grâce à l'institution des offices régionaux de placement qui réunissaient les offices communaux.

Enfin, un certain nombre de mesures furent prises pour rendre moins pénible la situation des chômeurs. Les parquets reçurent l'ordre de surseoir aux expulsions de locataires chômeurs qui ne pouvaient payer leur loyer; les percepteurs furent invités à ne pas opérer de saisies contre les chômeurs qui ne pouvaient acquitter leurs impôts. Une vigoureuse propagande fut faite parmi les chômeurs pour inciter les jeunes

(1) Chambre, 28 janvier 1927. *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre, 29 janvier 1927, M. le Ministre du Travail.

à contracter des engagements militaires, notamment aux colonies.

De même, le retour à la terre fut vivement encouragé. On ne connaît pas globalement les résultats obtenus dans cet ordre d'idées mais quelques renseignements concernant, par exemple, le Puy-de-Dôme et la Vienne, laissent croire que cet effort n'a pas été tout à fait inutile. Pour le département de la Vienne, le nombre des ouvriers retournant à la terre en 1927 fut supérieur au double du nombre correspondant pour l'année précédente (1); les années de crise commerciale, sont toujours des années de retour à la terre; les années de prospérité industrielle provoquent, au contraire, une désertion du village. En voici la preuve : dans le département du Puy-de-Dôme, les placements de l'agriculture effectués par l'office départemental et municipal de placements gratuits ont évolué ainsi :

1920	505.....	} Années de crise
1921	684.....	
1922	289.....	} Années de prospérité
1923	249	
1924	155.....	
1925	196.....	
1926	333 (chiffre inférieur à la réalité).....	} Début de la crise 1926-1927

Il est certain qu'en 1927 un certain nombre de travailleurs sont retournés aux champs.

(1) Renseignements obligeamment fournis par M. Morain, maire de Poitiers, et dont nous sommes heureux de le remercier ici bien sincèrement.

Il est malheureusement bien évident qu'il n'y a là qu'un expédient, un palliatif très insuffisant. Le chômage réel ne fut que très faiblement entamé. Il ne faut pas se dissimuler que cette situation a gravement atteint la vie sociale française. La misère la plus épouvantable a étreint durant cette période toute une classe de la population. Celle-ci en subira longtemps encore les néfastes conséquences. Une longue période de prospérité serait nécessaire pour faire disparaître les traces des années de « vaches maigres ».

**

Il est certain que depuis le début de la crise de chômage les salaires ont baissé. Nous n'en avons que des indices; les documents nécessaires ne sont pas encore publiés. La seule loi de l'offre et de la demande dans la mesure où elle joue sur le prix du travail nous fait pressentir une contraction des salaires, des salaires de fait et des salaires nominaux.

Des salaires de fait, lorsque dans une entreprise qui paye ses ouvriers à l'heure, on ne travaille que 25 ou 30 heures par semaine; des salaires nominaux lorsque le prix même de l'unité de temps de travail a été réduit, soit dans sa valeur principale, soit dans les indemnités qui l'accompagnent parfois (l'indemnité de cherté de vie, primes diverses, etc...)

En temps de chômage, la classe ouvrière est obligée de consentir à une certaine baisse des salaires. Les salariés supportent plus facilement qu'en temps normal la volonté des employeurs par crainte du débau-

chage. Ceci résulte notamment de la statistique des grèves. Durant la crise, les grèves et le nombre des participants sont faibles et diminuent de plus en plus.

	Nombre de grèves	Nombre connu des participants
Octobre 1926.....	98	11.887
Novembre 1926.....	76	8.074
Décembre 1926.....	25	1.308
Janvier 1927.....	23	1.794

Et encore il faut tenir compte de ce fait que les grèves éclatent de plus en plus souvent pour résister à des réductions des salaires.

	Nombre de grèves contre une réduction des salaires	Proportion par rapport au nombre de grèves du mois
Octobre 1926.....	1	1,02 %
Novembre 1926.....	3	3,94 %
Décembre 1926.....	4	16 %
Janvier 1927.....	11	45,83 %

Enfin, remarquons que les grèves sont de plus en plus courtes : les grèves d'un jour sont, en effet, proportionnellement de plus en plus nombreuses.

	Nombre de grèves d'un jour	Nombre total de grèves	Proportion du nombre de grèves d'un jour par rapport au nombre total de grèves
4 ^e trim. 1926....	25	205	12,19 %
1 ^{er} trim. 1927....	28	103	27,18 %

Si nous en croyons M. Tardieu, ministre du Travail, dans les quatre premiers mois de l'année 1927, les baisses ont été de l'ordre de grandeur suivant (1) :

Cuirs et peaux.....	8, 10 %
Industrie du bois.....	8, 10, 15 %
Industrie de la pierre.....	10 %
Métaux	10, 20, 30 %
Verrerie	10, 20, 30 %
etc., etc.	

Il s'agit donc de réductions très importantes, d'autant plus qu'il est certain que, postérieurement à ces renseignements, de nouvelles baisses ont été enregistrées. Mais nous n'avons guère d'informations sur tous ces points.

En ce qui concerne les mineurs, la réduction s'est heurtée à une résistance très forte. Leurs salaires avaient été augmentés en 1926, d'ailleurs moins vite que n'avait augmenté le prix de la vie, ainsi que le prouvent les indices suivants :

(1) TARDIEU, Chambre, 1^{er} avril 1927. *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre, 2 avril.

	Nombres indices des salaires	Indices des prix de détail
1913	100	100
1 ^{er} trimestre 1926.....	469	491
2 ^e trimestre 1926.....	495	533
3 ^e trimestre 1926.....	545	584
4 ^e trimestre 1926.....	593	617

C'est à ce moment que les patrons mineurs demandèrent à réduire les salaires, en raison de la crise économique qui embarrassait leur production et de la baisse légère du prix de la vie. Une agitation grave secoua alors les milieux syndicaux mineurs, et la question fut portée au Parlement (1).

Une transaction intervint heureusement. Le Gouvernement, tant comme exploitant des mines domaniales de la Sarre que comme conciliateur dans les autres bassins, a fait prévaloir les règles énoncées en son nom, à la tribune de la Chambre par M. A. Tardieu, ministre des Travaux publics, à savoir :

1^o Baisse des prix de vente du charbon antérieurs à la baisse des salaires.

2^o Baisse des salaires moindre que la baisse des prix de vente.

3^o Baisse des salaires moindre que celle primitivement demandée par les mines.

Ces conventions ont été le fruit d'accords signés par les deux parties après conversations des unes et des autres avec le Ministre des Travaux publics. Elles

(1) J. O., Débats parlementaires, Chambre des Députés, 11 mars 1927, 2 avril 1927, 9 avril 1927.

donnent une idée caractéristique de l'adaptation générale qui s'est opérée en 1927, grâce aux sacrifices réciproques consentis par les gros producteurs et par les salariés (1).

**

Il nous reste à dire un mot des traitements des fonctionnaires, qui eux, ont été sensiblement augmentés.

Il y a environ 700.000 fonctionnaires d'Etat en France. On conçoit l'importance du problème du traitement des fonctionnaires. Contrairement aux salaires payés dans les entreprises privées, les salaires publics ont été majorés. Pour expliquer cette majoration, un bref historique de la question est indispensable.

C'est en 1919 qu'une commission extraparlamentaire, présidée par M. Hébrard de Villeneuve, a été constituée en vue de reviser les traitements d'après ce double principe : fixation d'une base de traitement correspondant au minimum d'existence (qui fut fixé à 3.600 francs), relèvement des traitements suivant des taux dégressifs au fur et à mesure de l'augmentation des émoluments.

(1) Pour les mineurs des mines domaniales de la Sarre, l'évolution des salaires fut celle-ci :

Salaire contractuel du piqueur

16 octobre 1926.....	38,94 (maximum).
16 avril 1927.....	36,13 (minimum).

Réponse de M. le Ministre des Travaux publics à une question écrite de M. Paul Jacquier, député, J. O., Débats parlementaires, Chambre, 10 janvier 1928.

Une révision partielle a été effectuée en 1921 pour les fonctionnaires de l'Instruction publique et pour les magistrats, puis en 1922 pour le personnel de cadre moyen et supérieur des administrations.

Une nouvelle étape a été franchie en 1926. Le Parlement ordonna une revision générale basée sur les trois éléments suivants : péréquation, augmentation du coût de la vie, charges de famille. Le Gouvernement soumit aux commissions financières après une étude par la commission extra-parlementaire, le programme de revision des traitements de 6.000 à 40.000 francs. Le Parlement, par la loi du 13 juillet 1925, vota le principe d'échelles comprises entre 5.600 et 40.000 francs.

Des réclamations étant intervenues en ce qui concerne les échelles de traitements établies par le Gouvernement en application de la loi, celui-ci décida, par le décret du 14 avril 1926, de constituer deux commissions chargées de prendre des avis sur les revendications présentées et de préparer une classification générale des traitements.

Sur ces entrefaites, la loi du 3 août 1926 apporta pour les fonctionnaires une double augmentation :

1° L'attribution à toutes les catégories de personnels d'une indemnité égale à 12 % des traitements et soldes, indemnités de résidence, charges de famille, etc... avec un minimum de 1200 francs par an.

2° Le principe qu'aucun traitement ne pourrait être inférieur à 3 fois ce qu'il était avant la réforme de 1919.

En ce qui concerne la classification générale des traitements, la commission extra-parlementaire, dite

commission Martin, chargée de procéder à un reclassement des fonctions publiques, a établi une hiérarchie des traitements sur la base de 6.800 francs au départ et de 80.000 francs au plafond.

Le coût total de cette nouvelle échelle pour une année entière est d'environ 1 milliard.

Le budget de 1928 ajoute une amélioration supplémentaire par la fixation du traitement de base à 8.000 francs.

En juillet 1927, cette question vint en discussion à la Chambre. Certains parlementaires, comme M. Canavelli, proposèrent que le traitement minimum fut fixé à 10.800 francs. M. Poincaré refusa pour des raisons budgétaires. Comparant le taux minimum d'avant guerre (800) à celui qu'il proposait de fixer (8000), il indiqua que le traitement de base était décuplé, alors que le prix de la vie n'avait pas augmenté dans une pareille proportion. Il oubliait que les traitements payés à l'étranger sont partout supérieurs à ceux de notre pays; il oubliait aussi que le taux minimum d'avant guerre était littéralement famélique et qu'on ne peut raisonner sur la base de calcul qu'il semble constituer. La commission Hébrard de Villeneuve fixait en 1919 à 3.600 francs le salaire de base. La Fédération des fonctionnaires en demandant que soit triplé ce minimum, c'est-à-dire qu'il soit porté à 10.800 francs, ne formule pas une demande excessive.

Dans son discours, M. Poincaré a insisté sur un autre problème extrêmement grave, au sujet duquel on ne peut que l'approuver.

En 1913, a-t-il dit, le maximum de traitement était 30 fois supérieur au minimum. En 1925, cette propor-

tion de 30 était tombée à 7. M. Poincaré proposait de la relever sensiblement.

Actuellement c'est la proportion II qui a été établie par la dernière décision du Parlement. Il ne fait pas de doute qu'elle est encore insuffisante, mais si on veut l'accroître, ainsi qu'il serait légitime, c'est en augmentant les grands fonctionnaires qu'on doit le faire, et non en comprimant les traitements de leurs subordonnés.

En tous cas, si l'on attend des hauts fonctionnaires le dévouement et l'activité qu'on est en droit d'exiger des commis du pays, il faut savoir rétribuer équitablement leurs services. Sans quoi on établit une prime à la malhonnêteté, aux complaisances suspectes, on aboutit à un mauvais recrutement et à la désertion des services publics. Il est inquiétant de signaler qu'en 1925, 7 directeurs généraux, directeurs ou sous-directeurs, ont quitté le ministère des finances, que pendant le premier semestre 1926, 6 directeurs adjoints, sous-directeurs ou chefs de service, les ont suivis; enfin que pour le seul cadre du ministère des finances, il y a un déficit permanent d'environ 60 unités par an.

Le problème du traitement des fonctionnaires doit être l'un des plus importants de cette « réfection » de l'Etat dont on parle tant.

VI

La Bourse et la Banque

Sur le marché de la Bourse, comme dans tous les autres compartiments de l'activité économique, nous constaterons les répercussions profondes de la politique financière du Gouvernement.

Donnons tout de suite, quelques renseignements généraux que nous développerons plus loin. Les valeurs étrangères dont les cours sont cotés sur les places étrangères suivent évidemment, sur le marché de Paris, les mouvements du change, montant lorsque les changes or montent, descendant lorsqu'ils descendent. Les mouvements des valeurs françaises à revenu fixe se moulent évidemment de même sur la courbe du franc. Enfin, les titres français à revenu variable (actions), considérés comme représentant une part d'actif social d'entreprises, ayant par conséquent, une valeur réelle moins asservie aux mouvements des changes que les obligations, varient, dans une certaine mesure, comme les valeurs or.

Ces explications permettent de comprendre ce que fut l'évolution de la Bourse pendant la chute du franc d'abord, puis pendant son rétablissement. Baisse des valeurs d'Etat françaises, baisse des obligations, hausse des valeurs étrangères, hausse relative des actions. Puis, mouvements exactement inverses.

Ceci est résumé par les indices des valeurs cotés à Paris et par leurs variations par rapport à leurs cotations du 31 décembre 1924. En voici le tableau :

	31 déc. 1924	31 janv. 1926	31 juill. 1926	31 déc. 1926
Indice général.....	100	129,75	171,90	134,90
Val. franç. à revenu fixe	100	98,20	94,95	106,50
Val. franç. à rev. var....	100	130,80	178,85	137,55
Val. étrangères (non compris les valeurs russes).....	100	163,95	234,70	158,80

A la fin de l'année 1926 donc, on avait assisté à une débâcle des titres étrangers, dont l'indice en décembre est inférieur à celui de janvier pour une position des changes cependant équivalente. Certaines valeurs comme l'Est Asiatique -Danois, l'un des meilleurs titres du marché, étaient tombées de plus de 50 %.

Les titres français ont repris, surtout les rentes. Les valeurs à revenu variable ont, certes, baissé, mais leur cours en décembre était supérieur à celui de janvier. Dans l'ensemble, la hausse des titres français a été plus sensible que la baisse des titres étrangers; fin 1926, 27 catégories de valeurs ont un indice supérieur à celui de fin 1924, 8 seulement ont un indice inférieur. C'est ce qui explique le niveau de l'indice général.

Nous ne pouvons naturellement nous appesantir longuement sur chacun des compartiments de la cote pour en examiner la situation. Au reste, des considé-

rations spéciales et non générales influent souvent sur le cours des divers titres.

Nous ne nous arrêterons donc que sur une catégorie de valeurs particulièrement importante, au point de vue où nous nous plaçons : les rentes françaises.

On connaît la situation des rentes, on sait quelle fut leur chute depuis la guerre : le 3 % perpétuel qui cotait 83,05 en juin 1914, tombait à 51 en 1921, à 47 francs en 1925 et cotait moins de 40 francs pendant l'été 1926.

Le marché était cependant surveillé et la baisse entravée par tous les moyens. Abandonné à lui-même, il aurait certainement enregistré des cours inférieurs à ceux que nous avons connus.

Tant que le marché fut bloqué, les rentes, offertes en quantité par les premiers souscripteurs (fournisseurs de guerre, pour la plupart, qui n'avaient pu s'abstenir de souscrire) ne pouvaient s'absorber que difficilement. Les cours inscrits étaient pratiquement sans signification. A ces cours, on ne trouvait, comme acheteurs, que les caisses publiques (Caisses d'épargne et Dépôts et Consignations). Quelques points au-dessous de ces cours, on pouvait négocier de gré à gré sur le marché « interlope » qui s'était constitué spontanément comme il arrive toujours en pareil cas.

Quand on revint au régime de la liberté, autrement dit, quand fut levée l'interdiction de coter des cours en baisse, beaucoup de porteurs, devant la certitude de pouvoir réaliser à leur gré, annulèrent leurs ordres de vente.

A ce sujet, il y a lieu de remarquer que lorsqu'une valeur est difficilement négociable, que, par exemple, on n'arrive à exécuter que le centième des ordres de vente, certains porteurs offrent beaucoup plus qu'ils n'ont réellement à vendre. D'où annulations massives des ordres de vente lorsque le marché se déblaie.

En 1924 et 1925, la chute accélérée du franc (sauf pendant l'accalmie juin 1924-avril 1925) eut pour effet de provoquer un nouvel afflux d'offres en même temps que les demandes se raréfiaient. D'où chute rapide suivie d'un nouveau blocage, le Gouvernement craignant que l'affichage de cours trop bas ne précipitât la panique.

	Juillet 1926	4 févr. 1928
3 %.....	44.20	69.65
4 % 1917.....	37.25	74.75
4 % 1918.....	36.50	73.95
5 % am. 1920.....	58.89	104.35
6 % 1920.....	51.25	96.25
4 % or 1925.....	76.25	105.05

L'avènement du cabinet Poincaré déclencha une vaste spéculation étrangère à la hausse non seulement sur le franc, mais aussi sur les rentes, spéculation d'autant plus efficace que les offres qui pesaient sur le marché avaient été annulées. D'où le vif redressement des cours auquel on assiste de juillet à décembre 1926 et en 1927.

Actuellement, le principal soutien du marché des

rentes est constitué par les achats des Caisses d'Épargne dont les dépôts ont considérablement grossi du fait de la pléthore d'argent liquide.

Loin derrière les Caisses d'Épargne, figurent les acheteurs à terme mettant à profit le bas taux des reports pour s'assurer un revenu sans engager aucun capital.

La spéculation étrangère a, en partie, pris ses bénéfices mais conserve encore un gros portefeuille de rentes françaises.

Il est certain que les spéculateurs français ou étrangers qui ont joué sur la rente ont fait une opération intéressante. Le tableau suivant peut en donner une idée :

Désignations des valeurs (1)	Cours en juillet 1926		Cours en juillet 1927		Plus- valeur valeur or du stock %
	Nominal	Valeur- or	Nominal	Valeur- or	
3 %	44.20	4.652	55.60	11.282	141.5
4 % 1917	37.25	3.922	60.40	12.256	240.8
4 % 1918	36.50	3.843	59.40	12.053	213.9
5 % amortis. 1920	58	6.107	87.50	17.755	190.8
6 % 1920	51.25	5.396	85.90	17.436	222.9
4 % gar. change 1925	76.50	8.055	93.05	18.881	134.1
Ouest-Etat 4 %	185	19.479	290	58.846	208.7
Ouest-Etat 5 %	200	21.058	331	67.165	215.6

(1) Ce tableau a été donné par l'Association des porteurs de rentes.

Ainsi un opérateur qui a acheté des rentes en juillet 1926 pour les revendre en juillet 1927 — le cas n'est pas hypothétique — a réalisé un bénéfice net variant de 50 à 150 %. C'est ce que M. Poincaré entend dire lorsqu'il affirme qu'il a fait réaliser aux rentiers français un bénéfice de 25 milliards (1).

Il nous semble qu'il y a là un malentendu. Ont gagné, en réalité, les spéculateurs achetant pour revendre et travaillant sur le capital. Or, on appelle rentiers des gens qui, tout au contraire, opèrent sur le revenu, sur les coupons, sur l'intérêt. Ceux-ci touchaient 3 ou 5 ou 6 francs par titre. Ils touchent encore 3, 5 ou 6 francs. Avec ces 3, 5 ou 6 francs, c'est à peine s'ils peuvent se procurer les mêmes quantités de denrées qu'en 1926. Il n'est donc pas vrai de dire qu'on a sensiblement amélioré leur situation. Il nous semble que le règlement de cette situation devra se faire après la stabilisation légale.

En attendant ce serait une erreur de croire que la fortune française a reçu une plus-value par suite de la hausse des valeurs françaises. M. Poincaré a lui-même restreint très justement l'ampleur des progrès accomplis : « Sans doute, a-t-il écrit, nous n'entendons pas considérer ce gain comme un accroissement de la richesse nationale. Nous n'ignorons pas que dans un bilan idéal du pays cette somme figurerait à la fois à l'actif et au passif; mais elle constitue un relèvement des fortunes privées, etc... »

(1) Sénat, 15 mars 1927. *J. O.*, Débats parlementaires, Sénat, 16 mars.

Mais s'il n'y a pas eu de gain proprement dit à la suite du redressement des rentes, à l'inverse, les porteurs français de valeurs étrangères ont subi, par suite de la baisse de ces valeurs, une perte, qui est cette fois, une perte réelle. C'est qu'en effet, les titres étrangers sont des créances sur l'étranger; ils représentent un avoir certain; le portefeuille français a été frustré de leur baisse. Or, nos porteurs les avaient le plus souvent achetés à la hausse pour s'y réfugier en raison de la chute du franc; et ils les ont revendus après leur chute. Nous avons déjà dit combien cette opération coûta à notre portefeuille national.

Il est certain que la stabilisation définitive fera monter largement les rentes, d'abord, parce qu'elle provoquera une baisse du taux de l'intérêt, ensuite parce qu'elle procurera aux porteurs la sécurité du lendemain qui leur est indispensable.

En Belgique, la stabilisation a donné un regain d'activité au compartiment des rentes. Voici quelques exemples qui le prouveront :

	30 juillet 1926	Novembre 1927
3 %.....	46	59
5 %.....	50	78
6 % Restaur. nationale.	64	91
Chemins de fer (actions privilégiées). Ex-bons du Trésor consolidés émis à 450	" "	580

Le 23 décembre 1927, de même, les bourses italiennes ont salué la stabilisation de la lire par une

hausse des fonds d'Etat. Le 3 ½ % passait ainsi de 70 à 71.50.

C'est l'espoir d'un mouvement pareil en France qui explique les positions prises sur les rentes françaises par certains gros portefeuilles de spéculateurs étrangers (la Kreugger, par exemple, dont nous avons déjà cité le cas).

*
**

Pour en revenir à la situation boursière, notons maintenant que les émissions qui avaient progressivement diminué sous le régime de la chute du franc ont pu reprendre. Alors qu'en 1925 le volume des amortissements et des remboursements, compte tenu de ceux de l'Etat, avaient dépassé de 7 milliards celui des émissions, en 1926, et surtout à la fin de l'année la situation se renversait et il y a eu un excédent de 9 milliards d'émission (dont un milliard pour le compte des entreprises privées). Ces 9 milliards représentent d'ailleurs encore un chiffre insignifiant puisque, correspondant à 1 milliard ½ d'avant guerre, il équivaut au 1/3 environ des émissions de 1913 (plus de 4 milliards). Ce taux est donc insuffisant et cela explique pourquoi nos entreprises ont cherché parfois à l'étranger les fonds qui leur étaient nécessaires.

En 1927, une reprise partielle a pu être notée grâce à la pléthore d'argent frais; environ 7 milliards de titres furent émis par diverses firmes industrielles françaises.

En même temps, l'idée de revenu de placement, qui avait progressivement disparu pour laisser la place à

l'idée de plus-value, ou de revenu spéculatif, reprend la place qu'elle a perdue. Mais il faudra la stabilisation définitive pour qu'elle redevienne prépondérante, comme avant la guerre.

Un autre aspect intéressant de l'évolution de la Bourse depuis 18 mois réside en ce que les taux moyens payés par l'Etat et les grands établissements publics pour leurs emprunts ont pu se détendre sensiblement. En 1925, le taux réel payé par les Compagnies de chemins de fer étaient de 11 %. Le 6 juillet 1926, l'obligation Chemin de fer du Midi, 3 %, cote 163 frs. le 12 août, le 6 % cote 243. Ces cours représentent un taux réel de 12 ou 13 %. Au printemps 1927, la situation s'est améliorée, puisque le 3 % 1921 cote 250 frs et le 6 % 1921, 370 francs. Ce qui représente un taux réel de 8 ou 9 % (1).

Le taux moyen d'émission des obligations est tombé à la fin de l'année aux environs de 7 à 7,50 %. C'est encore un taux nettement élevé et l'Etat est partiellement responsable de cette situation, ceci pour diverses raisons.

Tout d'abord, le taux de l'escompte de la Banque de France fut élevé en 1926 pour faire rentrer les capitaux exportés.

Puis les manœuvres de la Caisse d'amortissement ont abouti au même résultat : une méthode qui reposait sur la « confiance » ne pouvait envisager la consolidation forcée, et il fallait bien cependant sous-

(1) Allocution de M. Georges Tessier, président, à l'assemblée générale de la Compagnie des Chemins de fer du Midi, 29 avril 1927.

traire le Trésor à la menace de la dette flottante et de la dette à court terme. D'où la nécessité de recourir aux consolidations et conversions volontaires. Mais pour déterminer les porteurs de bons et d'obligations à court terme, à les changer contre des valeurs à plus longue échéance, il fallait dans ce système, l'appât d'un avantage, d'un profit, qui consistait en un revenu plus élevé. Les opérations de cette nature se sont multipliées depuis deux ans. Elles ont sans doute procuré l'aménagement de la dette, réduit le danger des remboursements et des échéances, mais en élevant, ou, tout au moins, en maintenant le taux exorbitant des émissions publiques, lequel se répercute nécessairement sur le taux de l'intérêt commercial.

Sans doute la Caisse d'amortissement et la Banque de France ont, par la suite, baissé progressivement leurs taux. Mais outre que l'influence sur l'intérêt commercial s'opère avec un certain retard, l'incertitude qui subsiste sur l'avenir de notre monnaie n'est pas encourageante pour les capitalistes.

Le taux doit baisser automatiquement lorsque toute insécurité aura disparu, c'est-à-dire, lorsqu'aura été décrétée la stabilisation légale.

En effet, du point de vue technique, il s'avère que plusieurs facteurs militent en même temps en faveur d'une baisse du loyer de l'argent à long terme, donc, corrélativement, de la hausse des rentes et bons du Trésor :

1° A vue et à très court terme, l'argent a désormais atteint un taux au-dessous duquel il est malaisé qu'il descende. La dernière décision relative à la rémunération des comptes particuliers au Trésor a rétabli

un état de choses absolument comparable à celui d'avant la guerre. On peut en dire autant de l'intérêt payé par les grandes banques aux dépôts à vue. La marge entre le taux de capitalisation des rentes perpétuelles et à long terme et le loyer du capital à très proche échéance devient de plus en plus difficile à justifier.

2° Les taux cotés sur les places étrangères sont très sensiblement inférieurs à ceux cotés chez nous et doivent se répercuter sur notre place lorsque toute insécurité aura disparu.

3° Aucune raison de fléchissement sérieuse et spontanée n'apparaît dans le volume des bons de la Défense en circulation. C'est un indice entre plusieurs que les disponibilités demeurent considérables dans le pays et celles-ci ne bouderont pas indéfiniment aux placements productifs après la stabilisation.

En Belgique, la stabilisation a permis aux taux de capitalisation de se détendre amplement. Le taux des dépôts à vue (qui n'est pas, comme en France, faussé par une trop grande abondance de liquidités) et le taux de l'escompte ont passé, respectivement, de février à novembre 1927, de 4 ½ à 2 % et de 7 à 3 %.

Donc une baisse probable du taux de l'intérêt peut être prévue en France lorsque l'opération de dévaluation sera devenue définitive, comme en Belgique.

Nous savons d'ailleurs qu'une baisse du taux de l'intérêt s'accompagne toujours d'une hausse des rentes.

Enfin, la stabilisation rendra aux obligations la place qu'elles ont perdue.

Déjà la stabilisation relative du franc incite les capitalistes à rendre un peu de leur confiance aux obligations qu'ils avaient précédemment négligées pour les actions, en raison des craintes occasionnées par la chute du franc. C'est ainsi que les émissions d'obligations ont pu augmenter en fin 1926 et 1927; le rapport des émissions d'obligations aux émissions d'actions, s'inscrit ainsi durant ces dernières années :

1924	47 %
1925	38 %
1926	66 % (1)
1927	76 % (2)

(cette proportion sera vraisemblablement encore accrue lorsque la stabilisation du franc aura assuré l'avenir aux souscripteurs d'obligations; c'est ce qui s'est produit en Belgique).

En même temps, quelques entreprises françaises ont pu faire appel aux capitaux étrangers ce qui n'avait plus eu lieu depuis le début de 1925.

Alors que depuis 19 mois, en effet, aucune émission française n'avait eu lieu à l'étranger, dans les cinq derniers mois de 1926, 1810 millions de titres français furent émis en Hollande, en Suisse, et en Norvège. Sur ces 1810 millions, 1400 millions étaient empruntés par les chemins de fer de l'Etat et d'Alsace-Lorraine pour le compte de l'Etat.

(1) *Revue d'Economie Politique*, 1927, n° 2, article de M. Jean VERGEOT.

(2) Bulletin des Annonces légales obligatoires, le *Temps*, 19 décembre 1927.

Dans les premiers mois de 1927 de nouveaux emprunts avaient lieu : chemins de fer de l'Etat (750 millions), Ville de Paris (290 millions), chemins de fer du Midi (100 millions), etc...

Une partie de ces emprunts a pour objet de fournir à notre pays les ressources nécessaires à l'entretien ou au développement de son outillage économique. En principe, c'est le marché français qui devrait procurer les sommes dont le pays a besoin. Si les villes ou l'industrie s'adressent à l'étranger, ce n'est pas parce qu'elles souhaitent d'obtenir des devises dont elles n'ont que faire, mais c'est parce que le marché de l'épargne, en France, est malheureusement insuffisant pour supporter des demandes qu'il eût il y a encore peu d'années, absorbées avec une remarquable aisance. Sans doute, utilise-t-on adroitement une situation par ailleurs déplorable, en faisant remettre à la Banque de France les devises provenant des emprunts, l'établissement d'émission ou éventuellement le Trésor, versant aux groupements emprunteurs la contre-partie en francs français. Mais, si par le détour des emprunts actuels, souscrits par des collectivités en Suisse et en Hollande, les avoirs français en crédits étrangers sont momentanément accrus, il ne faut pas se dissimuler que, dans l'ensemble, l'économie nationale s'en trouve lourdement grevée pour l'avenir.

Si l'on réfléchit à cette situation, on en verra toute l'importance.

Avant la guerre, la France était un des banquiers du monde. L'afflux normal et régulier de son épargne lui permettait de développer largement son outillage

national, de prêter à l'étranger (suivant, il est vrai, de regrettables et trop nombreux errements) et d'amorcer, quoique insuffisamment, l'équipement de ses colonies. Aujourd'hui, nous sommes en passe de devenir de plus en plus débiteurs du monde, ne trouvant plus même chez nous, les ressources destinées cependant à des usages purement nationaux.

Cette infiltration des capitaux étrangers est lourde de conséquences et d'inconvénients. Les capitaux épargnés par des Français et prêtés par eux procuraient à notre pays un large revenu sur lequel le fisc prélevait sa part, et qui contribuait, dans son ensemble, à alimenter la consommation et la production nationales. L'emprunt à l'étranger constitue, au contraire, une perte nette. La France devra prélever sur son travail de quoi servir un tribut à l'étranger, sans aucune récupération directe ou indirecte possible, au lieu de bénéficier d'une rente sur lui.

Ce caractère nouveau est encore accru par les achats de titres français et notamment d'actions, faits, on le sait, par l'étranger sur notre marché. Ces achats présentent, entre autre danger, celui de voir les finances étrangères prendre la tête de nos meilleures maisons et s'attribuer un rôle prépondérant dans nos meilleures entreprises. C'est pour se défendre contre cette invasion que certains établissements (comme le Crédit Lyonnais, la Société des Produits Chimiques d'Alais, les établissements Kuhlmann) ont créé des actions à vote plural.

Ce sont, en grande partie, les achats étrangers qui ont animé la Bourse pendant quelques semaines en 1926. Mais depuis que le franc est stabilisé, ils ont

cessé et le marché s'est alangui progressivement. Il fut à la fin de 1927, morne et vide.

Pendant plusieurs années, la Bourse avait vécu sur l'instabilité monétaire. Des entreprises boursières ou bancaires s'étaient créées ou s'étaient développées à la faveur de cette situation. De 1919 à 1926, le nombre des succursales du Crédit Lyonnais avait passé de 408 à 858; les banques régionales s'étaient étendues dans les mêmes proportions. En même temps, le montant des compensations opérées par la chambre de compensation des banquiers de Paris s'accroissait en raison directe de l'activité fiévreuse de la Bourse à cette époque. La spéculation bénéficiait d'une situation artificielle très favorable. Mais celle-ci brusquement a pris fin. D'autres raisons s'y ajoutaient pour ralentir le rythme des spéculations de bourse et de banque. Les bons de la Défense Nationale progressivement consolidés ne permettent plus aux maisons de banque de poursuivre certaines opérations fort rémunératrices. Par ailleurs, la politique d'escompte cher de la Banque de France a incité longtemps à une attitude de prudence et à une comptabilité de liquidité. La pléthore d'argent frais enflait les comptes de dépôts et faisait tomber à un taux infime le taux des prêts à court terme.

En même temps, par un paradoxe aisé à expliquer, l'argent à long terme reste très cher et les divers emprunts de consolidation en ont encore élevé le prix.

La statistique générale de la France nous apprend, dans son bulletin de février, que le taux moyen des émissions d'obligations en janvier dernier a été de 7,25 %. Il avait été de 7,10 en octobre, de 7,40 en no-

vembre, de 7,15 en décembre. Les sociétés paient donc actuellement 7,25 % net l'argent à long terme qui leur coûtait avant guerre 4 %. Avec les impôts et commissions, un emprunt revient ainsi à 10 %, tandis qu'il ressortait à moins de 5 % en 1913.

L'argent cependant est le nerf de la production. Comment produire bon marché, lorsque les conditions monétaires vous obligent à payer l'argent aussi cher ? Et comment lutter contre la concurrence internationale, si l'on ne réussit pas à produire bon marché ?

Pour essayer de tourner la difficulté, on s'adresse parfois aux marchés extérieurs.

Mais pendant ce temps, le marasme règne à la Bourse de Paris. Le montant des compensations opérées par la Chambre des compensations de Paris atteint, en 1927, 307 milliards contre 550 en 1926.

L'activité de la Bourse, au début de 1928, provient non pas d'une reprise réelle mais de l'accroissement de la circulation monétaire. Les capitaux-francs appartenant, par exemple, à des étrangers et vacants sur le marché français, expulsés du Trésor par la réduction du taux servi, et de la Caisse autonome par l'abaissement de son plafond, ont reflué vers la Bourse où ils ont provoqué une activité factice et désordonnée.

Les affaires saines, au contraire, n'ont pas repris.

A cette abstention du public, il y a, d'ailleurs, de nombreuses raisons. L'excès des impôts qui frappent les valeurs mobilières y est certainement pour beaucoup. Mais la cause principale réside dans l'incertitude où est plongée la Bourse depuis un an. Comment veut-

on que l'épargne aille s'employer dans des valeurs quelconques, alors que l'on ignore la valeur future de la monnaie dans laquelle elles sont libellées ? Sans doute un achat de valeurs mobilières est toujours dans une certaine mesure un jeu de pile ou face; mais quand on y ajoute les risques monétaires aux risques inhérents à tout papier de bourse, il y a un excès d'inconnu qui arrête l'acheteur.

Le spéculateur est comme le cultivateur dont une perturbation atmosphérique aurait changé le régime des vents sur sa plaine et qui attendrait avant de reprendre sa tâche.

Rien n'est craintif comme l'argent, et il a bien raison de l'être. Son éternel moyen de défense est de se dérober.

En attendant, s'il n'y a plus de fuite devant la monnaie, il n'y a pas d'élan enthousiaste vers la rente; il y a l'expectative.

Dans ces conditions, la stabilisation du franc permettra certainement à la Bourse de reprendre peu à peu l'activité saine qu'elle a perdue. Non seulement elle provoquerait, ainsi que nous l'avons déjà dit, une baisse du taux de l'intérêt et, par voie de conséquence, une reprise des rentes, mais encore elle permettrait désormais d'asseoir sur des bases solides les transactions à longue échéance. Il est facile d'illustrer cette affirmation par un indice probant; chaque fois que le bruit d'une stabilisation imminente a couru à la Bourse, les affaires ont brusquement repris leur activité pour s'apaiser dès que la rumeur a été démentie.

L'intérêt primordial qu'attache la Bourse à la sta-

bilisation apparaît donc nettement. Ramener l'épargne détentrice de francs dont elle ne sait que faire vers le financement nouveau des entreprises françaises et coloniales qui, elles, ont besoin de capitaux, l'objectif est assez important pour hâter une stabilisation dont tant d'autres raisons, exposées par ailleurs, nous ont fait sentir l'urgence.

VII

CONCLUSION

Il ne faut pas se dissimuler que la crise a été et est encore très grave. L'économie française tout entière a été touchée profondément. Les classes modestes et moyennes surtout en ont souffert, comme il arrive d'ailleurs toujours en pareil cas.

Ici apparaît clairement l'erreur de M. Poincaré. Ce n'est pas la crise même que nous lui reprochons, c'est de n'avoir pas su mettre en œuvre les moyens nécessaires pour y remédier au moins partiellement.

En effet, la crise aurait-elle pu être évitée ? MM. Léon Blum et Antonelli, députés, l'ont maintes fois affirmé à la Chambre. Nous ne pensons pas comme eux. A quelque taux qu'on stabilise, une crise doit survenir : la stabilisation belge à 175 francs pour une livre a abouti à une crise, la revalorisation italienne à 92 lires pour une livre a abouti à une crise, la stabilisation française au cours de 125 francs pour une livre a abouti à une crise.

Crises différentes, crises tout de même.

Ce ne sont pas les mêmes qui en souffrent, mais le pays et la production sont toujours atteints.

A cet égard, il est peut-être intéressant de comparer les résultats des deux politiques que l'on a souvent opposées : celle de la Belgique et celle de la France. M. le professeur Nogaro, député, a fait, il y a quelques mois, à la tribune de la Chambre, cette comparaison intéressante (1). Il aboutissait à d'importantes conclusions : Si l'exportation est encore possible pour nos commerçants, par exemple, en Angleterre ou aux Etats-Unis, elle devient très délicate vers la Suisse, l'Italie, l'Espagne où les prix-or sont moins élevés.

La méthode belge a été meilleure pour le producteur et l'exportateur, moins bonne pour le consommateur car l'absence de la concurrence étrangère sur le marché national permettait une hausse des prix. La méthode française, moins bonne pour le producteur, a procuré quelques satisfactions aux consommateurs en provoquant une légère atténuation de la vie chère.

La différence à la base réside dans ce fait que la France est un pays dont le commerce extérieur est relativement peu considérable, car, pour employer une expression peu exacte mais qui fixera les idées, « elle se suffit à elle-même ». La Belgique, au contraire, est un pays qui a besoin pour vivre, d'exporter. A l'inverse, l'Italie, qui est un pays importateur (sa balance commerciale est déficitaire de 5 milliards de

(1) Chambre, 25 février, 1927. *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre, 26 février, page 549.

lires) notamment pour la plupart des denrées les plus nécessaires, a cherché son équilibre dans une revalorisation partielle de sa devise.

Pour la France on s'en doute, c'est à la méthode qui a été employée que vont nos préférences. Mais nous aurions aimé la voir logiquement s'accompagner d'une politique compensant les sacrifices demandés à la production.

Les experts avaient indiqué que des efforts dans ce sens étaient indispensables, et il faut rappeler à ce sujet quelques passages essentiels de leur chapitre 8 qui constituent comme une préface à ce qu'on a appelé « la rationalisation ».

« Organisation interne de chaque industrie et de chaque négoce tendant à comprimer par des améliorations techniques les prix de revient... »

Organisation sur le plan syndical permettant notamment :

a) *Des rapports plus réguliers, plus étroits et un équilibre plus actif entre les différentes branches de la production organisée, et les grands services administratifs du pays.*

b) *Des rapprochements de nations à nations destinés à régulariser les échanges internationaux.»*

On peut dire que rien de tout cela n'a été fait ou tenté.

Les experts poursuivaient : « a) (1)...

(1) Les experts proposaient ici « un aménagement » de la loi de huit heures, proposition assez étrange pour un pays où sévit le chômage et où une partie importante de la main-d'œuvre, inutilisée, comprendrait mal qu'on impose aux salariés employés un surcroît de travail.

b) *Faire cesser le régime des prohibitions d'entrée et de sortie qui stérilise les initiatives; provoquer une politique d'expansion libre et de protection mesurée par le rajustement du tarif douanier, en fonction de la situation nouvelle tant agricole qu'industrielle du pays, et par l'adoption de méthodes contractuelles (retour à la clause de la nation la plus favorisée, par exemple) rendant plus aisée la conclusion des traités de commerce.*

c) *Faciliter, par l'aménagement des tarifs de chemins de fer, la consommation sur tout le territoire des matières premières extraites du sol français et dont certaines régions s'approvisionnent aujourd'hui trop souvent à l'étranger.*

d) *Favoriser la mise en valeur des colonies, susceptibles de fournir à la métropole de nombreuses matières qu'elle achète actuellement à l'étranger.*

e) *Assouplir le régime fiscal appliqué aux capitaux employés dans la production; limiter autant que possible, pour l'instant, les charges de toute nature que des dispositions nouvelles pourraient imposer à cette production...»*

Il n'est pas besoin de souligner combien tout cela été négligé. Cependant le Président du Conseil a lui-même et éloquemment évoqué le problème :

« La patiente entreprise du redressement financier, a-t-il dit, en novembre 1927, au banquet du Comité républicain du commerce et de l'industrie, nous oblige à stimuler dans tout le pays, le travail et la production... Il s'agit de créer ou de ressusciter la richesse abolie... »

« Combien ne reste-t-il pas à faire pour rendre à notre agriculture et à notre industrie leur fécondité normale, pour accroître leur rendement, leurs moyens d'exportation et leurs bénéfices, pour redresser les valeurs économiques et même les valeurs morales... »

La belle manifestation oratoire du Président du Conseil n'est-elle pas la condamnation la plus claire de la politique fiscale et économique que nous avons caractérisée ?

Enfin, la nécessité pour le pays d'être sûr du lendemain, le besoin de sécurité qui se fait partout sentir, et qui aurait pu être satisfait depuis longtemps déjà par la stabilisation du franc, cela aussi semble avoir échappé à M. Poincaré. C'est qu'il faut bien voir que le ralentissement de l'activité générale n'est pas seulement la conséquence de la revalorisation du franc. L'incertitude du lendemain, dans laquelle se trouvent les producteurs du fait de l'absence d'un étalon monétaire stable, les empêche de faire des prévisions à longue échéance, et contribue également dans une large mesure à cet état de choses. Cette même incertitude influe également sur la consommation, qui se borne au strict nécessaire, dans l'espoir d'une baisse des prix.

Il est indubitable que les affaires recevraient une vive impulsion du seul fait que l'on stabiliserait, quel que soit le taux donné.

Le Gouvernement a nié pendant longtemps que la revalorisation brusque du franc ait pu provoquer une crise économique. Il ne peut plus en méconnaître l'existence, puisque les recouvrements des impôts

indirects ont été inférieurs à la fin de 1927 aux évaluations. Ces prévisions étaient pourtant établies suivant la règle très prudente de la pénultième année, c'est-à-dire sur la base de 1925, alors que les prix et les changes étaient inférieurs au niveau actuel. Si la crise se prolongeait, tout l'équilibre budgétaire se trouverait menacé.

De ce côté, d'inquiétantes constatations sont à faire. Le budget est, somme toute, un miroir dans lequel se reflète toute la vie du pays. C'est précisément pour cela que nous avons retardé l'étude de notre budget, préférant retracer d'abord les conséquences économiques de la politique financière de M. Poincaré, pour examiner ensuite seulement, le budget qui en est comme le résumé.

CINQUIÈME PARTIE

La Politique Budgétaire

SOMMAIRE. — I. *Les moins-values d'impôts et le budget de 1927.*
— II. *La fiscalité excessive et « échevelée ».* L'impôt sur les chemins de fer. L'impôt sur la première mutation immobilière. L'impôt sur les valeurs mobilières. L'impôt sur les bénéfices agricoles. Une politique de rectifications fiscales. — III. *Le budget de 1928 et les moyens proposés pour assurer son équilibre :* réduction de l'effort d'amortissement, etc...

I

Les moins-values d'impôts et le budget de 1927.

Nous avons déjà dit comment avait été établi l'équilibre du budget de 1927. C'est la loi du 3 août 1926 qui en constitue l'armature. Il ne faut pas oublier que l'équilibre du budget de 1927 était relativement facile à assurer, d'une part parce que les produits d'une activité antérieure s'incorporaient encore aux recettes, d'autre part, en raison de la surélévation des dépenses calculées d'après le cours du sterling à 150. C'est en raison de cette facilité partielle que le cabinet

Poincaré put réaliser l'équilibre, quoiqu'il eût renoncé à un certain nombre de recettes appréciables, notamment (en millions) :

A la taxe civique, soit	400	millions
Aux nouveaux droits de circulation établis par la loi du 3 août 1926...	600	—
A l'augmentation du prix de la carte des étrangers, soit.....	260	—
A la taxe à l'exportation.....	460	—
	1.720 millions	

Et aux recettes anciennement budgétaires attribuées à la Caisse d'amortissement :

Tabac	3.212 millions	}	4.930 —
Droits de mutation			
par décès	1.718 —		
Soit au total.....			6.650 millions

Malgré cela le budget s'est présenté en excédent.

Recettes :	39.728	millions
Dépenses :	39.541	—
Excédent :	187	—

Mais cet excédent ne pouvait être suffisant, si l'on tenait compte des crédits supplémentaires, toujours nécessaires dans le deuxième semestre de l'année, qui s'étaient élevés respectivement en 1925 et 1926, à un milliard et un milliard six cent millions.

M. Poincaré comptait surtout sur les plus-values d'impôts par rapport aux prévisions. Effectivement, des plus-values se produisirent atteignant pour les 7 premiers mois et l'ensemble des recettes budgétaires 1 milliard environ, et pour les 9 premiers mois, 1.114 millions $\frac{1}{2}$.

Mais dès le mois de juin, l'excédent mensuel fléchit et il tombe à un taux très faible : quatre-vingt-dix millions. Encore cette plus-value provient-elle surtout de droits de douane sur des importations exceptionnelles. L'impôt sur le chiffre d'affaires rapporte trente-cinq millions et demi, c'est-à-dire moins que le mois précédent.

Certains journaux comparant les recettes de 1926 et celles de 1927 pouvaient, certes, constater que ces dernières étaient supérieures à celles de l'an précédent; mais ils oubliaient que la loi du 3 août 1926 ayant majoré les taux, les impôts devaient évidemment produire plus. En fait, ils n'ont pas atteint les montants correspondants.

Il apparut alors évident que les effets de la crise commerciale allaient se faire sentir sur les rentrées d'impôts. C'est qu'en effet le plus clair des revenus de l'Etat provient de l'activité économique: sur le total du budget, soit quarante-deux milliards, plus de trente milliards de recettes sont fonction de cette activité.

La loi du 3 août 1926, en basant tout notre système fiscal sur des impôts indirects, nous préparait pour les jours de marasme des affaires, des moins-values extrêmement inquiétantes. Certes, ces moins-values se sont produites avec un certain retard, mais elles

se sont produites néanmoins et ont continué de se manifester durant toute la fin de l'année 1927.

L'émission des rôles afférents aux diverses catégories d'impôts directs ne regarde pas la situation contemporaine, puisque les taxes perçues une année sont basées sur les revenus de l'an précédent. Seuls les recouvrements d'impôts indirects donnent à cet égard des indications qui méritent d'être retenues. A ce point de vue, on remarque notamment la chute du rendement de l'impôt sur les transports, sur des produits de l'enregistrement, du timbre, celle de l'impôt sur les mutations immobilières, etc.

En août, la situation se précise. En septembre, elle devient franchement mauvaise. Sans doute, une plus-value de près de cinquante millions est encore enregistrée par rapport aux résultats globaux de septembre 1926, mais cette plus-value provient à peu près exclusivement des impôts directs dont le produit s'est accru surtout grâce à la mise en recouvrement plus rapide des rôles. Quant au rendement des taxes indirectes et des monopoles, il n'est plus supérieur que d'un million cent mille francs à ce qu'il avait été durant le mois correspondant de l'année précédente. Ainsi la plus-value constatée d'une année à l'autre dans les recouvrements effectués pour le compte de l'Etat au titre des impôts indirects et des monopoles, plus-value qui avait dépassé en moyenne 550 millions par mois pendant les 7 premiers mois de l'exercice et qui était déjà tombée à une quinzaine de millions en août, a presque complètement disparu en septembre.

Pendant les sept premiers mois de l'année 1927, les

rendements mensuels avaient dépassé de 144 millions les prévisions adoptées par les Chambres, et en août la plus-value atteignait encore 133 millions; en septembre, au contraire le produit des impôts indirects accusait pour la première fois une moins-value de près de 31 millions.

La plupart des contributions indirectes proprement dites ont fourni des sommes plus ou moins inférieures aux évaluations budgétaires. Il est vrai qu'en revanche le rendement d'impôt sur le chiffre d'affaires et des droits de douane fait encore ressortir des plus-values respectives de 15 et de 14 millions.

Mais, en novembre, l'impôt sur le chiffre d'affaires est atteint à son tour; première moins-value considérable de 112 millions par rapport à novembre 1926. M. Poincaré disait quelque temps auparavant, à propos des recouvrements d'impôts du premier semestre:

« Il est particulièrement intéressant que si, au cours
« de cette période, tel impôt a pu momentanément
« souffrir, soit de l'abstention d'acheteurs, soit de
« l'arrêt des transactions, la taxe sur le chiffre d'affaires qui est plus directement que tout autre liée
« au maintien de l'activité commerciale et dont les
« moins-values eussent été *un symptôme dangereux*
« n'a subi aucun fléchissement ».

Ces paroles ne seraient plus exactes aujourd'hui. En novembre, apparaît le fléchissement de la taxe sur le chiffre d'affaires, « symptôme dangereux ».

Done, dans les derniers mois de l'année, des baisses très importantes ont été notées; malgré cela la marge d'excédent acquise est telle que l'équilibre final n'est

pas compromis. Cette marge fut, en effet, suffisante pour compenser les moins-values et les dépenses supplémentaires résultant de différentes lois votées en cours d'exercice.

En fin d'année, les recettes s'équilibraient ainsi par rapport aux prévisions budgétaires : plus-value de 1.700.000.000 par rapport aux prévisions (1). Chiffre relativement faible surtout si on inscrit en face les rectifications apportées au budget en cours d'exercice (2) :

Excédent inscrit dans la loi de budget du 20 décembre 1926 (report)	millions	196
Annulations de crédits		1893
Ouvertures nouvelles de crédits.....		1.237
Relèvement des traitements, pensions et retraites (juillet)		2.029,5
Secours à l'Algérie (inondations).....		100
Il y aurait lieu de tenir compte encore de diverses dépenses (électrifications, subventions, etc...). Nous manquons de renseignements précis pour le faire. Environ		350
Totaux		+2080—3.716,5
Balance	—	1.636,5

(1) Rapport de M. Henry Chéron, rapporteur du budget, au Sénat, sur le projet de crédits supplémentaires relatifs à l'exercice 1927.

(2) Situation provisoire en décembre 1927, compte non tenu des collectifs de mars et de juin 1928.

Nous avons vu que la plus-value de recettes s'était élevée à 1.700 millions; l'équilibre final du budget 1927 aurait donc été acquis de justesse si des plus-values ne s'étaient produites dans les rendements des recettes non constituées par des impôts (domaine, monopoles...).

Il y a évidemment dans les moins-values de la fin de l'année une leçon pour 1928. Nous aurons donc à voir tout à l'heure si l'on a tenu compte de cette leçon dans les prévisions budgétaires pour 1928.

II

La fiscalité excessive et « échevelée » (1).

Deux questions se posent ici très différentes quoique également graves.

1° La charge imposée au pays n'est-elle pas supérieure à ses forces ?

2° La répartition de cette charge est-elle équitable et raisonnable ?

A la première question nous donnerons une réponse optimiste, mais sur le deuxième point, la critique la plus sévère nous semble devoir être exprimée.

**

Dans un article publié dans *Actualités* (2), M. François Marsal répond à la première de nos questions.

(1) CAILLAUX.

(2) Août 1927, voir le *Temps Economique* du 22 août 1927.

Disons tout de suite que l'auteur estime injustifiées les craintes qui se sont fait jour à cet égard; il conclut, en effet, « qu'avec le budget tel qu'il est établi, la France peut résolument s'acheminer vers l'achèvement de l'assainissement monétaire, sans redouter de se trouver en état d'infériorité vis-à-vis de l'étranger ».

Voyons quels raisonnements ont conduit l'ancien ministre à formuler une conclusion aussi nette.

M. François Marsal se base essentiellement sur les comparaisons entre l'augmentation depuis 1913 du budget français évalué en or et celle que font ressortir les budgets des principaux pays étrangers jouissant de la stabilité monétaire. Le budget de la France, y compris celui de la Caisse d'amortissement, s'élève en 1927 à 10 milliards de francs-or environ; en 1913 il atteignait 5 milliards. L'augmentation est, par conséquent, de cent pour cent.

Or, les pourcentages d'augmentation correspondants sont de : 170 % pour la Hollande, 171 % pour la Suède, 206 % pour la Suisse, 302 % pour la Grande-Bretagne et 448 % pour les Etats-Unis.

Donc, dans aucun de ces pays étrangers l'augmentation en or du budget n'atteint une proportion aussi peu élevée qu'en France. L'auteur de l'article précité considère que le résultat de cette comparaison est probant. Nous croyons cependant qu'en faisant état simplement de la progression de notre budget comparée à celle des budgets étrangers, on risquerait d'arriver à des appréciations singulièrement erronées concernant l'effort financier que la France a déjà

fourni aussi bien que celui qu'elle est capable d'accomplir dans l'avenir.

Il est bien évident que l'écart entre l'aggravation de notre change et les augmentations correspondantes constatées dans les pays étrangers ne prouve nullement que nos propres efforts aient été moindres que ceux accomplis au dehors, car tout dépend de l'importance des revenus nationaux respectifs.

Certains pays étaient moins imposés avant la guerre que la France et, par conséquent, il leur a été plus aisé de supporter un dur effort fiscal.

On évalue généralement à l'époque qui précéda la guerre la somme des revenus français à une trentaine de milliards de francs (1). En l'estimant aujourd'hui à quelque 200 milliards de francs-papier, on serait sans doute peu éloigné de la vérité. Dès lors, un calcul bien simple permet de constater que les charges fiscales qui absorbaient $1/5$ de ces revenus avant la guerre, en dévorent aujourd'hui à peu près $1/4$. Voilà qui donne une idée plus précise de la véritable progression de ces charges et de l'étendue réelle de l'effort fiscal français.

Les pays étrangers où l'augmentation des budgets a été en apparence beaucoup plus considérable supportent-ils un poids plus lourd ? Des statistiques établies aux Etats-Unis il y a quelques années, à une époque où nos impôts étaient inférieurs de beaucoup à ce qu'ils sont aujourd'hui, ont montré que seule la Grande-Bretagne fournissait un effort comparable au nôtre et que, partout ailleurs, les prélèvements effec-

(1) Frédéric JENNY, le *Temps Economique*, 22 août 1927.

tués par le fisc sur les revenus nationaux atteignaient des prélèvements beaucoup moins élevés

D'ailleurs, on s'aperçoit sans peine que, par exemple, les 683 millions de dollars ou 3 milliards $\frac{1}{2}$ de francs-or que représentait avant la guerre le budget des Etats-Unis constituaient une charge infime et que les 4 milliards de dollars qu'il atteint aujourd'hui, soit en or, le double environ du budget français actuel n'absorbe encore qu'une très faible partie des énormes revenus de ce pays dont le développement a d'ailleurs reçu de la guerre une impulsion sans précédent.

Au surplus, la comparaison des coefficients d'augmentation qu'accusent les dépenses publiques en France et à l'étranger appellent d'autres réserves encore. Ainsi l'évaluation des budgets en or ne tient pas compte du pouvoir d'achat intérieur des diverses monnaies qui, dans les pays à change déprécié, comme la France, se maintient pendant de longues années au-dessus de la valeur extérieure telle qu'elle résulte des cours du change. Du fait de cette disparité, tous les calculs établis en or se trouvent faussés.

De plus, la répartition des fortunes n'est pas la même partout. Les différences qui existent à cet égard, d'un pays à l'autre, modifient profondément la possibilité de rendement de certaines ressources fiscales. Bref, à aucun point de vue, il ne se dégage de l'augmentation respective des divers budgets, considérés isolément, des conclusions décisives.

Revenons maintenant à la question initiale : Notre budget est-il trop lourd ?

Incontestablement, le commerce et l'industrie ploient sous le faix. Les taxes multiples qui les frap-

pent : impôts cédulaire et sur le revenu global, taxe sur le chiffre d'affaires, patente, forment un total écrasant.

Cependant, pas plus que M. François Marsal, pas plus que M. Frédéric Jenny, nous ne croyons que le montant global de notre budget dépasse les limites permises. La charge annuelle de 10 milliards-or ne semble pas absolument disproportionnée aux facultés contributives du pays. A une condition toutefois : C'est que sa répartition soit équitable et raisonnable. En est-il ainsi actuellement ?



Le ministère de M. Poincaré, lors de son avènement, se trouva dans la nécessité absolue d'augmenter, immédiatement, et dans des proportions considérables, les ressources fiscales afin de faire disparaître tout déficit budgétaire. Le système d'impôts dont il disposait était défectueux, mais il ne pouvait pas songer à en entreprendre la réforme préalable; il fallait d'abord réaliser l'équilibre rigoureux des dépenses et des recettes, condition première de l'assainissement monétaire. Malheureusement, la majoration des impôts existants en a aggravé les imperfections, en sorte que la réforme de notre régime fiscal est devenue pour notre avenir économique une œuvre aussi urgente que le fut pour l'avenir du franc l'œuvre financière accomplie il y a 18 mois.

En résumé, si notre budget est aujourd'hui trop lourd, si le fardeau fiscal accable les branches essentielles de notre activité nationale, la raison en reste

dans la répartition inégale et injuste des impôts qui écrasent les uns — surtout les producteurs — tandis que d'autres y échappent, en grande partie.

Cette répartition à notre sens, est absolument désastreuse. Nous le prouverons par des exemples. Mais nous serons forcément incomplets. La place nous manque, et le temps, pour énumérer simplement les nombreux excès de notre système d'impôts. Aussi bien le dossier n'a-t-il plus à être plaidé et la cause est entendue. Tous les techniciens conviennent que la charge imposée au pays est mal partagée. Des taxations abusives ou des privilèges résulte un état de déséquilibre et de graves injustices sociales.

Nous ne répèterons pas ce qui a été dit souvent au sujet des impôts indirects et des taxes de consommation. En résumant la loi du 3 août 1926, nous avons dit là-dessus notre pensée. En parlant de l'équilibre budgétaire en temps de crise économique, nous avons souligné un important inconvénient technique de ces sortes de contributions. Nous comprenons d'ailleurs, dans une certaine mesure, qu'on puisse soutenir leur nécessité pour la période de la chute monétaire. Lorsque le franc tombe, il convient d'avoir des impôts dont le rendement sera proportionnel à la dévalorisation, des impôts réels, par conséquent, et non des impôts personnels. Conception défendable, qui fut celle du Comité des experts. Conception qui ne joue plus lorsque la monnaie est stabilisée.

Or, tous les efforts qui ont été faits pour obtenir de M. Poincaré une réduction du volume des impôts indirects furent vains.

C'est ainsi, par exemple, qu'une commission fonctionne au Ministère des Finances en vertu de l'arrêté ministériel du 15 mai 1926, arrêté signé par M. Cailiaux, pour étudier la réforme de la taxe sur le chiffre d'affaires. On ne connaît pas encore aujourd'hui le premier mot des propositions de cette commission. D'ailleurs, cet impôt fournit au budget une quote-part importante et le Ministre des Finances n'entend pas y laisser porter la main.

*
**

De même, pour l'impôt sur les chemins de fer qui a été augmenté en 1926 beaucoup plus que n'étaient augmentées proportionnellement les tarifs. La loi du 3 août 1926 qui constitue actuellement la charte de la fiscalité en matière de transports par chemins de fer a modifié l'assiette de l'impôt. Elle a décidé que celui-ci serait calculé, non sur les prix de base (majoration déduite), mais sur les prix totaux et elle a fixé le montant de l'impôt à 32 ½ % pour les voyageurs et bagages, à 65 % les suppléments des places de luxe, à 11 ½ et 5,75 % pour les marchandises. Quel a été le résultat final ? C'est un fléchissement notable du trafic; le trafic voyageurs et marchandises diminue et le fisc en a subi les conséquences. Les impôts sur les transports se sont élevés en 1926 à 1.300 millions; à trafic égal à celui de 1926, il aurait dû atteindre en 1927 1.500 millions, mais il aurait dû dépasser ce chiffre si le trafic avait été, comme cela doit être, supérieur en 1927 à ce qu'il fut en 1926. Au lieu de cela, le montant de l'impôt ne dépasse pas en 1927 le montant de 1926.

L'étranger, comme souvent du reste, nous donne ici encore l'exemple. Tandis que le fisc prélève en France les pourcentages que nous venons de dire, le taux de l'impôt n'atteint, en ce qui concerne les voyageurs, que 20 % en Tchécoslovaquie, 10 à 16 % en Allemagne, 5 % en Angleterre, et, en ce qui concerne les marchandises : 15 % en Tchécoslovaquie, 7 % en Allemagne.

En Belgique, au Danemark, en Hollande, en Italie, en Norvège, en Pologne, en Suède, en Suisse, aucun impôt n'est perçu sur les transports par chemins de fer ni sur les voyageurs, ni sur les marchandises. En Angleterre, aucun impôt n'est perçu sur les marchandises.

En France, depuis les relèvements d'août 1926, le prix des transports-voyageurs, de 100 francs en 1918, passe à 340 francs, sommes auxquelles il faut ajouter l'impôt, ce qui porte le transport de 112 francs pour 1918 à 450 fr. 50; pour les marchandises, un transport de 100 francs en 1918 passe à 420 francs en 1926, plus l'impôt 48 fr. 30, ce qui porte le transport de marchandises de 100 fr. à 468 fr. 30 (1).

Ajoutons que les Compagnies sont plongées dans le marasme et que M. Poincaré a évalué à 600 millions pour les six premiers mois de l'année 1927 leur déficit total (2). Si encore des ressources en résultaient pour le Trésor!

Mais, au contraire, ce sont des moins-values qu'il convient de constater!

**

(1) *Chronique des Transports*, novembre 1927. *Le Populaire*, 28 novembre 1927.

(2) POINCARÉ, Chambre, 13 juillet 1927. *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre, 14 juillet. V. *supra*, pp. 205 et s.

IMPOT SUR PREMIÈRES MUTATIONS IMMOBILIÈRES 275

Nous aboutirons aux mêmes conclusions en ce qui concerne le fameux impôt de 7 % sur la première mutation des immeubles et fonds de commerce qui a fait couler tant d'encre. Sur ce sujet, nous emprunterons quelques détails intéressants aux travaux extrêmement consciencieux de M. Souillac, contrôleur des Contributions directes, secrétaire général du Syndicat national des membres de l'Administration des Contributions directes

Sur la première mutation d'immeubles ou de fonds de commerce la loi du 3 août 1926, article 18, institue au profit de la Caisse d'amortissement une surtaxe de 7 %. Aussi, dans l'état actuel de la législation, voici ce que l'acquéreur aura à payer (pour l'Etat et la Ville de Paris, en supposant l'immeuble situé à Paris) :

	Mutation ordinaire	Première mutation
a) Fonds de commerce au-dessous de 300.000 fr.....	10.25 %	17.25 %
Fonds de commerce de 300.000 à 500.000 fr.....	11.45 %	18.45 %
Fonds de commerce au-dessus de 500.000 fr.....	12.65 %	19.65 %
b) Marchandises	9.32 %	9.32 %
c) Immeubles :		
Dans le cas d'une vente pure et simple	15 %	22 %
Dans le cas d'achat pour revente..	18 %	25 %

Pour aride que soit la nomenclature de ces chiffres, elle est assez éloquente. Encore, faut-il ajouter à ces impôts, les frais d'actes, la commission aux intermédiaires et tout cela doit être payé comptant.

Un grand journal parisien publie à ce sujet les précisions suivantes (1) :

(1) *Le Matin*, 8 novembre 1927.

« Nous avons demandé le détail des frais de l'acquéreur récent d'un immeuble parisien qui lui a été adjugé 500.000 francs au cours d'une adjudication volontaire. Il nous a, en l'espèce, communiqué l'état que voici :

Timbres de bail, de charges et du procès-verbal, adjudication pour la minute et l'expédition, environ 30 feuilles à 10 francs et 5,40	216 fr.
Annonces de publicité fait par le client et mis à la charge de l'adjudicataire, environ 1 %	5.000.
Taxes de première mutation à 7 %.....	35.000.
Enregistrement à 15 %.....	75.000.
Surtaxe au-dessus de 300.000 fr. à 1,20 %	6.000.
Expédition et copie pour transcription, environ	150.
Taxe de transcription à 0,48 %	2.400.
Etat hypothécaire et salaires du Conservateur, environ	500.
Honoraires du notaire, 0,35 %.....	1.750.
Franche hypothèque légale (mémoire).	.
Quittance et radiation à 0,75 %.....	3.750.
Taxe de radiation à 0,192 %.....	960.
Divers certificats, salaire du Conservateur, environ	360.
	141.526 fr.

soit 28,50 % du prix de l'adjudication. Et notons que si l'immeuble avait été adjugé 550.000 francs, il faudrait y ajouter la surtaxe légale de 2,40 % pour tout immeuble acheté plus de 500.000 francs.

Devant ces charges considérables, l'acquéreur est effrayé et les transactions ordinaires sont loin d'avoir tout le caractère d'honnêteté qu'il faudrait chercher à maintenir; on tourne la loi comme l'on peut ou bien on fraude sciemment. L'acquéreur verse à son vendeur une certaine somme de la main à la main et l'on dresse ensuite un acte fictif mentionnant un prix inférieur à la réalité. Le cessionnaire d'un fonds de commerce, après avoir versé un cautionnement au cédant, se borne à être gérant, participant ou associé, selon que l'une ou l'autre de ces modalités leur paraîtra plus avantageuse.

Ces pratiques blâmables non seulement frustreront le Trésor public mais encore sont fort préjudiciables aux intérêts des parties elles-mêmes; et nous allons voir que se vérifie encore une fois, en cette occasion, le principe trop souvent méconnu du législateur, à savoir que les tarifs d'impôts trop élevés incitent à la fraude et tarissent les sources mêmes auxquelles une fiscalité imprévoyante a voulu par trop puiser.

Dans le département de la Seine, le nombre de ventes de fonds de commerce, qui s'était élevé au cours du deuxième semestre 1925 à 12.464, tombe dans le second semestre 1926 à 9.250.

Pour toute la France, le dépouillement du *Bulletin Officiel des ventes et cessions de fonds de commerce* donne les chiffres suivants :

1926	Octobre	Novembre	Décembre
	5.410	5.020	5.400

Moyenne trimestrielle : 5.276

1927	Janvier	Février	Mars
	4.970	4.250	5.060

Moyenne trimestrielle : 4.760.

Naturellement, les rentrées d'impôts s'en ressentent et le *Journal Officiel* nous apporte des précisions alarmantes à ce sujet. Les évaluations officielles prévoyaient pour les mois de l'hiver 1926-1927, au titre de la taxe de mutation sur les fonds de commerce, des recouvrements qui ont été loin d'avoir été atteints.

		Prévisions	Recouvrements
Octobre	1926.....	36 millions, 289	19 millions, 619
Novembre	—	32 — 979	17 — 357
Décembre	—	37 — 049	18 — 210
Janvier	1927.....	34 — 446	15 — 666
Février	—	26 — 354	14 — 109
		167 millions, 117	84 millions, 961

soit une moins-value de 80 millions, près de 50 % des prévisions. Et il est inutile de dire que ces moins-values ont persisté durant toute l'année 1927.

Pour les fonds de commerce, elles atteignaient pour l'ensemble de l'exercice 182 millions et pour les immeubles 584 millions.

C'est-à-dire que le budget subit rien qu'en cela, une perte de près de 800 millions.

Il n'est pas téméraire de penser, en tenant compte de tous les éléments qui doivent entrer en ligne de compte, et dont certains, tels que la réduction de 2 % en cas de paiement anticipé, ont permis une

légère recrudescence des ventes jusqu'à fin juillet, il n'est pas téméraire de penser, disions-nous, que le montant des mutations a baissé de 50 % et plus.

Poussons plus loin nos investigations.

Nous constatons qu'au cours du dernier trimestre de 1925 la taxe de mutation étant de 6,60 %, l'Etat a encaissé près de 73 millions, soit 17 millions $\frac{1}{2}$ de plus que, dans la période correspondante de 1926.

En décembre 1925, le Trésor avait perçu du fait des mutations d'immeubles et fonds de commerce 207 millions; en 1926, 164 millions.

Le fait que cet impôt considérablement majoré a procuré au fisc des sommes sensiblement inférieures à celles qu'il produisait avant l'augmentation aurait du être pour nos pouvoirs publics un sujet de réflexions opportunes.

En octobre 1927, une offensive énergique fut menée au Parlement contre la surtaxe de 7 % à l'occasion du vote du budget.

M. Poincaré défendit l'impôt indéfendable en comparant son rendement à celui du même impôt à Monaco et à son rendement passé en 1913!

Le premier argument ne peut être considéré comme valable si l'on songe à la différence existant entre un coin de la Côte d'Azur dont les immeubles pressés les uns contre les autres ont envahi toute la surface, et les vastes espaces à bâtir attendant aux abords des grandes villes, comme dans les campagnes, l'acheteur qui bâtira, défrichera ou cultivera.

Pour ce qui est de la comparaison en France entre les recettes de 1913 et celles de 1927, nous pouvons

dire que le Président du Conseil semble avoir ébloui à l'improviste la commission.

Retenons, en effet, les bases même de son calcul : 163 millions de recettes en 1913 et 359 millions en 1927. L'impôt rapportant ainsi, dit le Ministre, 2,6 fois plus qu'en 1913.

Retenons, dès l'abord, que la taxe de 7 % en 1913 a passé actuellement à 15 %.

Par suite de la dépréciation du franc un immeuble valant 100.000 francs en 1913 vaut au moins 300.000 francs en 1927. Nous trouvons alors que, sur ces taux, les transactions eussent du, en 1927, atteindre un minimum de 1 milliard pour ne pas rester inférieurs en importance et en nombre au chiffre correspondant de 1913.

Les chiffres donnés par M. Poincaré établissent donc, non point un rapport augmenté de 2,6 fois mais une diminution dans le nombre et l'importance des transactions égales à 66 %.

En réalité, le maintien de la surtaxe exceptionnelle de 7 % ne saurait se soutenir; c'est une disposition née des circonstances, arbitraire dans sa conception, écrasante dans sa répercussion, exceptionnelle par les iniquités qu'elle entraîne après elle.

En frappant la première mutation de droits supplémentaires, on décourage ceux qui seraient susceptibles d'entreprendre l'édification d'immeubles ou la création de nouvelles maisons de commerce, on entrave le développement d'initiatives compétentes tendant à accroître la richesse nationale.

Personne ne défend plus aujourd'hui cette taxe; M. Poincaré est parvenu à la faire maintenir au bud-

get, mais, visiblement, ce n'est que contrainte que sa majorité a consenti.

Il faudra bien, à brève échéance, avec ou sans voyage à Versailles, supprimer cet impôt qui « se dévore » lui-même en faisant peser, par surcroît, une lourde charge sur toute une catégorie d'opérations économiques qu'il conviendrait cependant de favoriser.

Pourquoi ne pas reprendre, pour remplacer cette recette, les articles 102 à 106 du projet de budget de 1925 qui, sur l'initiative de M. Caillaux, avait prévu un impôt sur les plus-values d'immeubles et de fonds de commerce, impôt sur un accroissement de richesses qui n'a jamais été touché par aucune taxe ?

Cette réforme qui dégagerait les ventes immobilières aurait aussi pour conséquence d'atténuer ou de supprimer les fraudes signalées précédemment, car dans toute vente d'immeubles ou de fonds de commerce, l'acquéreur pour ne pas payer un impôt exagéré sur plus-value, le jour où il revendra, veillera à ce que le prix porté à l'acte soit bien le prix réel.

En tous cas, qu'on la remplace par cet impôt ou par n'importe quel autre, il faut que la taxe de 7 % sur la première mutation immobilière disparaisse au plus tôt.

**

La fiscalité des valeurs mobilières, elle aussi, révèle des abus fâcheux.

Une valeur mobilière paie trois impôts : l'impôt cédulaire basé sur le revenu brut de l'année précédente, l'impôt de transmission basé sur le cours moyen

approximatif pendant le semestre précédent, le timbre basé sur le montant nominal du titre.

Ces calculs aboutissent à des résultats injustes expliqués par les raisons suivantes :

Pour certains titres, la taxe de transmission afférente (1) aux années arriérées est retenue sur le coupon. Pour d'autres, les cours atteints par les titres, et qui servent de base à l'assiette de l'impôt de transmission, sont hors de proportion avec le dividende distribué. En effet, voici ce qui se passe :

La taxe de transmission, spéciale aux valeurs mobilières au porteur, s'ajoute aux deux impôts sur le revenu, le cédulaire et le global, et à l'impôt sur les opérations de bourse. Elle n'est pas calculée, comme on pourrait le croire, sur le prix du coupon qu'elle frappe, mais sur le cours moyen du titre pendant l'année écoulée. Alors, on assiste à un spectacle paradoxal. Si une entreprise est prospère, le public espère des dividendes substantiels et en recherche les titres : les actions montent. Vient l'heure du coupon : parce que les titres ont monté, la taxe de transmission a suivi une progression analogue, et elle dévore tout le surcroît du revenu. Alors puisqu'elle n'a rien laissé de ce qu'on espérait, le titre baisse. Au coupon suivant, la taxe, calculée sur les bas cours, prend une moindre part du dividende. C'est ce qui se produit, en général, cette année. Mais aussitôt, ce revenu augmenté est cause de hausse nouvelle. Et le jeu de balance risque de se poursuivre, jusqu'au jour où le public s'apercevra enfin de cette folie : par la taxe de transmission, la hausse des valeurs tarit leur revenu.

(1) Réponse de M. le Ministre des Finances à une question écrite, *J. O.*, Débats parlementaires, juin 1927.

Des efforts ont été faits pour atténuer un peu ces injustices :

D'une part, la loi du 3 août 1926 a abaissé de 0,84 à 0,50 % le droit de transmission sur les titres au porteur; d'autre part, la loi du 9 décembre 1926 a abaissé de 1 % à 0,80 % et de 2,40 à 0,80 %, respectivement, les droits de transfert et de conversion au porteur des titres nominatifs.

Mais ce que d'une main le fisc donne au porteur, de l'autre, il le lui retire puisque l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières a été porté de 12 à 18 % à partir du 1^{er} janvier 1927. Pour appréciables qu'ils soient, les dégrèvements sont insuffisants. Ce qu'il faut en réalité, c'est la refonte de la législation sur ce point.

En effet, on continue à assister à des résultats stupéfiants; le rapport de M. de Chappedelaine, rapporteur général du budget de la Chambre sur le budget de 1928, souligne quelques impositions exagérées qu'il a relevées au cours de l'année 1927 :

	Pourcentage du prélèvement sur le coupon brut
<i>Obligations</i> , minimum constaté	28 %
Quelques exemples :	
Comptoir Lyon-Alemand, 4 %	44.5 %
Port de Rosario	53.6 %
<i>Actions</i> , minimum constaté	28 %
Quelques exemples :	
Thomson-Houston	94.5 %
Hauts Fourneaux et Forges de Pont-à-Mousson	71.1 %

Bou-Thaleb	95.5 %
Le Nickel	97.8 %
Phosphate du Dyr	72.8 %
Grand Hôtel	82.3 %
<i>Parts, minimum constaté</i>	32 %

Quelques exemples :

Nantaise d'éclairage et force par l'Electricité	100 %
Feldj-el-Adoum	100 %
Tekkah	84 %

Actions de jouissances :

Messageries Maritimes	77.7 %
Distillerie Cusenier	66.2 %

Pour rendre la démonstration plus sensible, Monsieur François Marsal prend le cas d'un célibataire âgé de plus de trente ans qui a, en portefeuille 100.000 francs de coupons à toucher par an. Voyons ce qu'il paiera au fisc selon que ses 100.000 francs seront détachés de telle ou telle valeur (1).

1^{er} cas : les 100.000 francs sont représentés par des coupons de rente 4 % 1925; notre homme les touche intégralement, il n'a à payer ni timbre, ni transmission, ni impôt cédulaire, ni impôt global, exemption totale.

2^me cas : les 100.000 francs viennent de coupons de notre 3 % français ou de telle autre rente, le 6 %, par exemple. Ni timbre, ni transmission, ni cédule, mais

(1) *Actualités*, 12 octobre 1927.

impôt global personnel sur le revenu; notre contribuable versera au fisc 6.795 francs.

3^{me} cas : les 100.000 francs sont représentés par les coupons d'actions du chemin de fer du Nord; ici, le fisc prélèvera timbre, transmission, impôt cédulaire, soit 38.145 francs. Reste 61.855 francs sur lesquels l'impôt global absorbera environ 3.100 francs.

Au total, la part du fisc est de.....	41.245 frs.
Celle du propriétaire de.....	58.755 —

4^{me} cas : Si ces 100.000 francs de coupons proviennent d'un investissement dans une affaire industrielle, il peut arriver, comme c'est le cas de l'action Thomson-Houston, que la part du fisc (timbre, transmission, cédule) s'élève à 93.500 francs. Dans ce cas le contribuable ne conserve que 6.500 francs.

5^{me} cas : S'agit-il de valeurs étrangères ? Si elles sont abonnées, elles suivent le sort des valeurs françaises; si elles ne sont pas abonnées, le coupon est frappé à la cédule des prélèvements de 25 % du revenu réel.

Démonstration lumineuse. Quelles conclusions, Monsieur François Marsal en dégage-t-il ? Celles-ci : « En présence de cette extraordinaire confusion, de cette inadmissible inégalité, de ces prélèvements excessifs, comment s'étonner que l'argent à court terme abonde ...mais que l'argent à long terme se refuse à s'investir sous forme de placement ? »

Et, en effet, comment la Bourse pourrait-elle fonctionner normalement dans de pareilles conditions ?

Remarquons d'ailleurs que la conséquence de cette

situation est une prime paradoxale à la spéculation. Le porteur ne peut plus compter sur un dividende comme bénéfice normal, régulier et suffisant. Le fardeau fiscal est présentement tel que certains contribuables, afin de se soustraire en partie à l'impôt sur le revenu global et aux impôts spéciaux sur les revenus des valeurs mobilières, spéculent systématiquement sur des différences de cours qui se trouvent ainsi substitués au détachement de coupons. Les cours moyens de quelques valeurs atteignent par cela même de tels niveaux que la taxe de transmission cumulative à laquelle ils servent de base de calcul, dévore en grande partie, ou même totalement, les revenus des porteurs restés étrangers à ces spéculations et ayant conservé leurs titres. On favorise ainsi l'élément spéculation par rapport à l'élément rentier.

Le résultat de cette situation est presque invraisemblable : plus les taxes fiscales sont lourdes, et plus les capitaux se précipitent vers les valeurs dont les coupons sont véritablement amputés!

Le fisc prélève 100 % sur les coupons de Kali-Sainte-Thérèse; le titre (action de 125 fr.) vaut environ 9.000. Le fisc ampute de 93 ½ % les coupons de la Thomson et le titre fait prime sur le pair. Au contraire, la rente Caillaux 1925 qui est exempte de tout impôt, même de l'impôt global, atteint péniblement le pair et la rente 6 % François Marsal émise en 1920 vaut 90 francs. On néglige au-dessous du pair le titre qui ne paye aucun impôt, on achète fort cher le titre soumis à plus de 90 % de taxe!

Anomalie ? Passion étrange du paradoxe ? Non pas, spéculation, tout simplement, et aussi recherche de la

sécurité monétaire. Parce qu'on ne sait pas encore légalement ce que c'est qu'un franc, les valeurs françaises à revenu fixe, restent encore à des cours insuffisants. Les valeurs françaises à revenu variable coûtent, au contraire, plus cher, parce qu'on continue à les appeler des valeurs réelles, des valeurs or.

Le problème à résoudre est donc à la fois d'ordre monétaire et d'ordre fiscal.

D'ordre monétaire : la stabilisation.

D'ordre fiscal : réforme de notre législation sur ce point.

Remarquons d'ailleurs que notre fiscalité actuelle, comme celle des premières mutations immobilières, donne des rendements en baisse constante :

Impôts sur les opérations de Bourse :

Août	1926	41 millions
Décembre	1927	28 —
Août	1927	20 —

Ajoutons qu'un côté de la question a complètement échappé aux législateurs : c'est la charge financière supplémentaire considérable que l'on impose aux budgets municipaux et départementaux, aux compagnies de chemins de fer, et aux entreprises garanties par l'Etat, les départements et les communes. Du seul fait que les coupons des obligations se trouvent amputés de 40 % par exemple, les corps emprunteurs sont obligés de relever très sensiblement leur taux d'intérêts, donc leurs charges financières annuelles. Pour avoir 100 millions de francs que l'on pourrait émettre à 6 %, il faudra emprunter 125 millions à 7 % sous le régime fiscal actuel, et encore ne peut-on pas toujours

éviter la prime de remboursement! En considérant tous les éléments d'une opération financière de ce genre, on voit que les 100 millions coûteraient au budget municipal, par exemple, 6 millions par an, plus un amortissement calculé sur 100 millions, alors que dans le cas de l'emprunt de 125 millions il faudra prévoir une charge annuelle de 8.750.000 francs, plus l'amortissement sur 125 millions. Par contre, l'Etat encaisserait en impôts 2.600.000 francs environ. Ainsi, d'une part, les contribuables subissent dans la ville emprunteuse, une surcharge inutile de 2.750.000 francs par an et, d'un autre côté, l'Etat encaisse 2.600.000 frs d'impôts sur les coupons ou titres.

Le régime des valeurs étrangères, dit régime de l'abonnement, est également défectueux et donne des résultats similaires. Le comité des Experts, puis M Caillaux, avaient proposé de le supprimer. Au contraire M. Poincaré renforça le régime de l'abonnement : par une circulaire ministérielle adressée aux intermédiaires (parquet et coulisse), en septembre 1926, il leur interdit de maintenir à leurs cotes, les valeurs désabonnées. Nous ne pouvons insister plus longuement sur ce point qui le mériterait cependant.

Notre système fiscal des valeurs mobilières est donc bien curieusement bâti et il aboutit à de bien extraordinaires situations. En prélevant sur les valeurs mobilières des taxes de plus en plus fortes on a diminué d'autant la stabilité et la sécurité de notre marché et cela pour se procurer des rentrées décroissantes !

Les abus de la fiscalité prennent tout leur relief quand on inscrit en face les véritables privilèges fiscaux que laisse subsister la loi actuelle. L'un ressort en raison de son ampleur même : le privilège de la classe agricole.

Quelle est la quotité de la population agricole en France? 35 %. Déduisons de ce chiffre les salariés agricoles, il reste 20 %. Ces 20 % se répartissent, disent les économistes, 45 % du montant total des revenus du pays. Or, la cédule qui les atteint représente 200 millions dans le budget de 1927 et 160 millions dans le budget de 1928!

Rien n'a été fait par le ministère Poincaré pour remédier à cette injustice. Injustice qui ne peut cependant échapper à aucun des observateurs impartiaux de nos finances, et qui a été jugée sévèrement à l'étranger.

Cette situation privilégiée n'est d'ailleurs pas la seule qu'on pourrait relever dans notre système fiscal. Malgré cela, M. Poincaré s'est toujours opposé à toute retouche, à toute modification, à toute innovation pour ne pas porter atteinte à l'équilibre budgétaire.

Il est, certes, d'un intérêt primordial que le budget soit en équilibre, et même en large excédent, en vue de l'amortissement de la dette publique. Tout ce qui a été fait dans ce dessein est évidemment louable; mais ces efforts n'ont pas abouti à un ensemble d'une telle perfection qu'il soit sacrilège d'apporter la moindre retouche à son architecture si composite. Il est reconnu que le taux, l'assiette et l'indice de certains impôts blessent l'économie nationale; les modifier et vouloir assurer ainsi une couverture meilleure

et plus équitable des dépenses de l'Etat, ne signifie pas qu'on renonce à l'équilibre budgétaire.

Tandis qu'il est loin d'être démontré que la pure et simple reconduction de la loi de finances de 1927 en 1928 assurera cet équilibre, précisément en raison de l'incidence inégale de la contribution et de la répercussion de son taux exagéré, par rapport au revenu national, sur son rendement.

Toutes ces préoccupations furent celles de la Commission des Finances de la Chambre lorsqu'en septembre 1927, elle réduisit un certain nombre de taxes particulièrement criantes. M. Poincaré la contraignit à revenir sur ses votes.

Le budget de 1928 continue donc d'être basé sur la charte antiéconomique et abusive dont nous venons de marquer quelques caractéristiques. Peut-être aurait-il été opportun de réduire certains taux. La matière imposable, légèrement dégagée, reprend de la vie, du mouvement, l'argent travaille, l'impôt s'applique alors et quoique réduit, quant à sa base, rend plus qu'auparavant. Cette façon d'opérer a souvent donné de bons résultats. M. Poincaré a refusé de l'envisager. Son budget de 1928 ne contient (et il s'en loue) aucune disposition d'ordre fiscal. Loin de vouloir plier le budget aux nécessités de la vie économique anémiée du pays, le Président du Conseil entend que le pays s'adapte au budget qu'il a établi. C'est une conception fort peu défendue par les économistes orthodoxes dont M. Poincaré se réclame très volontiers.

Donc, on a stabilisé notre législation fiscale ; il est convenu qu'il n'y sera pas touché, au moins provisoirement.

Il est étrange de constater que cette stabilisation est faite en un moment où notre législation présente la plus fâcheuse incohérence. Aux heures de péril monétaire, quand le budget faisait eau de toutes parts, on aveuglait les voies d'eau en accumulant les taxes les plus diverses sans prendre le loisir d'en étudier les conséquences, les répercussions. En période d'inflation, d'ailleurs, les taxes les plus excessives pouvaient paraître tolérables parce que la dépréciation de la monnaie créait alors des bénéfices apparents purement artificiels, mais dont la présence au bilan suffisait à camoufler la vérité. L'inflation lubrifiait le rouage fiscal.

Avec le retour à une monnaie stable, la réalité fiscale se révèle, au contraire, dans toute sa rigueur. Les incidences mal étudiées de certaines taxes, créent tout à la fois la diminution des transactions et la mauvaise humeur des contribuables. C'est à ce moment que le Gouvernement annonce qu'il ne faut toucher à rien !

Considérez l'impôt sur le revenu ; tous les impôts actuellement en vigueur ont une base solide, véritable et soumise à des contrôles effectifs. Dès l'origine il en était de même de l'impôt sur le revenu et les lois de 1914 et de 1917 avaient prévu des possibilités de contrôle relativement aisées. Mais le texte primitif a été rogné et dénaturé ; au principe de la taxation sur le revenu exactement recensé et contrôlé par des éléments indiscutables a été substitué la taxation forfaitaire ; dans le stade nouveau a été admise la vérification du revenu par les signes extérieurs. Pure hérésie, d'ailleurs, puisqu'elle a pour conséquence inéluctable de taxer ces signes extérieurs eux-mêmes et de

transformer ainsi l'impôt sur le revenu en un véritable impôt indirect. Enfin, l'œuvre de destruction, continuant sa route, en est arrivée à supprimer tout contrôle notamment en ce qui concerne les bénéfices industriels et commerciaux inférieurs à 50.000 fr., ce qui représente une bonne partie du commerce français.

Jusqu'ici donc, la législation de l'impôt sur le revenu a été constamment remaniée vers sa destruction et le jour où cette œuvre néfaste semble être parachevée, on proclame intangible la loi fiscale (1).

Tout au contraire, c'est comme on l'a dit, une politique de rectifications fiscales qui nous semble devoir être suivie et le Gouvernement, en s'y opposant obstinément et en imposant une solution paresseuse, a commis une grande faute.

III

Le Budget de 1928

Le Parlement a voté, avant la fin de l'année 1927, la loi portant fixation du budget général de 1928. Cette loi contient les prévisions suivantes :

Recettes	42.496.616,195
Dépenses	42.441.457,260
Excédent	55.158,936

(1) Travaux de M. René Forge, membre de l'Administration des Contributions directes.

Examinons successivement, les recettes, les dépenses, l'excédent.

1° Les prévisions des recettes ont été établies sur ce principe : « maintien des taxes existantes sans prévoir aucun remaniement ni dans le taux ni dans l'assiette ».

On a « poussé cette préoccupation jusqu'au rejet systématique de toute modification si minime fût-elle, de la législation existante et le projet de loi de finances ne comporte aucune disposition d'ordre fiscal » (2).

Les recettes sont donc constituées par les impôts établis le 3 août 1926. Nous avons déjà dit ce que nous pensions de ce système fiscal. A notre sens, il représente un aspect essentiel de la politique du Gouvernement. C'est pourquoi nous lui avons consacré un paragraphe de ce chapitre.

Pour avoir une idée exacte du poids réel qui pèse sur les contribuables, il faut ajouter au total du budget de l'Etat, les ressources de la Caisse autonome (environ 5 milliards 200 millions), les impositions départementales et communales (soit environ 5.500 millions), les budgets annexes (5 milliards). On arrive à la somme de 58 milliards.

Ceci indiqué, le budget de 1928 se présente ainsi, quant aux recettes :

L'ensemble des ressources escomptées pour 1928 au titre du seul budget général de l'Etat s'élève, nous l'avons dit, à plus de 42 milliards. Dans ce total, les

(1) Exposé des motifs du projet de budget pour 1928, *Revue de Science et de Législation financière*, juillet-août-septembre 1927.

impôts et revenus proprement dits, représentent plus de 38 milliards. Voici, en effet, comment se répartissent l'ensemble des voies et moyens :

I. — *Produits recouvrables en France :*

1° Impôts et revenus	37.925.719.000
2° Produits de monopoles et exploitations industrielles de l'Etat	531.883.045
3° Produits et revenus du domaine de l'Etat	443.510.000
4° Recettes d'ordre	2.050.515.701
5° Produits divers du budget	1.186.053.430
6° Ressources exceptionnelles	342.000.000

II

Produits recouvrables en Algérie.....	16.935.050
---------------------------------------	------------

III

Recettes afférentes aux réparations des dommages de guerre	»»
--	----

Total des voies et moyens.....	42.496.616.176
--------------------------------	----------------

Les recettes attendues des impôts et revenus proprement dits sont en augmentation, d'une année à l'autre, de 1.836.263.000 fr., les évaluations passant de 36.089.456.000 fr. en 1927 à 37.925.719.000 en 1928.

Voici la comparaison, par grandes catégories d'impôts, des prévisions budgétaires pour les deux exercices :

IMPOTS ET REVENUS	PREVISIONS BUDGETAIRES (en millions)			
	pour 1928		pour 1927	
I. — Contributions directes :				
Contrib. foncière bâtie	1.061		1.046	
Contr. fonc. non bâtie	486		483	
Impôts sur les bénéfices industriels et commerciaux	3.500		3.200	
Impôts sur les bénéfices agricoles	160		200	
Impôts sur les traitements, salaires, pensions	500		383	
Impôts sur les bénéfices des pro- fessions libérales	161		161	
Impôt général sur le revenu	2.100		2.100	
Contrib. personnelle mobilière	32		23	
Contribution des patentes	104		69	
Alsace et Lorraine	13		13	
Frais d'avertissements	5		5	
Total des contrib. directes	8.122		7.682	
II. — Taxes assimilées :	414		348	
III. — Impôts indirects.				
Produits de l'enregistrement	3.750		4.164	
Produits du timbre	1.850		2.015	
Impôts sur les opérat. de Bourse	391		331	
Taxe sur le revenu des valeurs mobilières	3.424		2.726	
Taxe de luxe	21		19	
Produits des douanes	3.677		3.795	
Contributions indirectes	6.568		6.333	
Taxe sur le chiffre d'affaires	8.562		7.581	
Droits sur les sucres et saccha- rines	1.135		1.095	
Total des impôts indirects	29.390		28.059	
TOTAL GÉNÉRAL	37.926		36.089	

Ce tableau comparatif permet d'observer, d'après les prévisions budgétaires, les mouvements de la matière imposable.

On constate, par exemple, que les évaluations ont été augmentées ou maintenues, en 1928, pour toutes les branches des contributions directes et pour les taxes assimilées, — à la seule exception de l'impôt sur les bénéfices agricoles dont on attend 160 millions seulement en 1928, au lieu de 200 millions en 1927.

C'est en presque totalité sur les bénéfices commerciaux et industriels (+ 300 millions) ainsi que sur les traitements et salaires (+ 118 millions) que porte l'augmentation attendue en 1928 des Contributions directes ! Ces espoirs ne sont malheureusement pas basés sur des raisons certaines.

En ce qui concerne les impôts indirects, les évaluations de 1928 sont supérieures à celles de 1927 pour : l'impôt sur les opérations de Bourse (+ 59 millions $\frac{1}{2}$), l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières (+ 700 millions), la taxe de luxe (+ 2 millions), les Contributions indirectes (+ 235 millions), la taxe sur le chiffre d'affaires (+ 1 milliard en nombre rond), le droit sur les sucres (+ 40 millions $\frac{1}{2}$). Evaluations aussi peu sûres que celles concernant les impôts directs.

2° Les dépenses ne présentent pas d'augmentation sensible par rapport au budget de 1927. Contrairement à ce qu'avaient annoncé certains écrivains pessimistes, le Parlement, à la veille des élections législatives, n'a pas cédé aux tentations démagogiques qu'on prévoyait, et, soucieux avant tout de l'intérêt du pays, il a su réduire au minimum les dépenses qu'il avait à voter.

En fait, ne furent guère adoptées, comme nouvelles

dépenses, que celles proposées par le Gouvernement lui-même. Elles s'élevaient à deux milliards environ, résultant, d'une part, du remaniement de notre organisation militaire, d'autre part, de l'amélioration du sort des personnels à revenus fixes, retraités, pensionnés, etc...

L'équilibre a cependant été obtenu grâce à des réduction de dépenses sur d'autres chapitres.

Pour paradoxal que cela paraisse, c'est sur le chapitre de la dette que des économies ont été faites. La dette, on le sait, a augmenté en 1927 ; on a pu cependant opérer des réductions sur ce chapitre ; et voici comment :

Le développement des annuités Dawes affectées au service de la dette extérieure permet une réduction dont nous avons déjà parlé de	833 millions.
Economie sur les paiements extérieurs en raison de la hausse du franc.....	400 —
La Caisse d'amortissement bénéficiant d'une situation florissante n'a plus demandé en 1928 le renouvellement de l'annuité reçue en 1927, soit.....	490 —
Le remboursement de la dette de la Banque de France à la Banque d'Angleterre et des bons du Trésor émis en Angleterre allège le budget de.....	300 —
	2.023 millions.

Ainsi s'explique la réduction du service de la dette quoique le volume de celle-ci ait augmenté au cours de l'année 1927.

Dans l'ensemble, voici la répartition des crédits :

Pour la dette publique.....	41.50 %
Pour les pensions de guerre.....	16.44 %
Pour les retraites civiles ou militaires.....	16.44 %
Pour les Ministères de la Guerre et de la Marine..	15.61 %
Pour les fonctionnaires et les dépenses civiles.....	9.86 %
Pour les pouvoirs publics.....	0.15 %
Pour les dépenses internationales.....	0.06 %

Ainsi sur 100 francs d'impôts qu'en 1928 un français paiera à l'Etat, il y aura 41.50 pour le service de la dette publique, 32 fr. pour les pensions et retraites, 15 fr. pour la Défense Nationale et 10 fr. seulement pour les services actifs, sociaux ou productifs.

Ces quelques données offrent évidemment l'image d'un pays écrasé sous la liquidation de son passé plutôt que tourné vers l'avenir. Un tel déséquilibre, entre les éléments productifs de nos charges et les autres, ne saurait être définitivement supporté. C'est pourquoi nous nous prononçons pour un amortissement accéléré de la dette qui seul permettra de dégager de plus en plus les ressources publiques des emplois improductifs.

Voici, au point de vue de l'amortissement, le programme qui a été établi pour 1927 : 5.500 millions sont consacrés à l'amortissement tant sur les ressources du budget de l'Etat que sur celui de la Caisse autonome. Mais ce n'est pas tout. Les recettes du plan Dawes viennent augmenter l'effort d'amortissement demandé aux contribuables à raison de 3.600 millions. Il ressort donc à :

3.000	millions inscrits au budget ;
2.500	— au budget de la Caisse autonome;
3.600	— prélevés sur les recettes du plan Dawes ;

soit au total 9.100 millions.

En plus de cette charge, il y a la charge des intérêts. Ils s'élèvent à plus de 20 milliards ainsi répartis :

Dette viagère (budget).....	7.500 millions.
Autre dette (budget).....	10.700 —
Autre dette (caisse).....	3.000 —

Si l'on tient compte de tous ces éléments, la charge réelle de la dette dépasse pour 1928, 30 milliards (10 milliards d'amortissement et 20 milliards d'intérêts).

Ceci indiqué, il est intéressant de comparer le budget de 1928 à celui de 1913 en réduisant le franc-papier actuel en franc-or sur la base du franc-papier valant 1/5^e du franc-or.

Le budget des dépenses de 1928 est peu moindre du double du budget de 1913; 8.400 millions contre 4.700 millions. L'augmentation de 3.600 millions, correspond presque entièrement à celle de l'annuité de la dette publique, qui augmente de 3 milliards. Ce chiffre comprend : 1.800 millions pour les pensions.

Le contribuable français paiera 1.700 millions de contributions directes contre 622 millions en 1913, presque le triple; il paiera 5.800 millions de contributions indirectes contre 2.550, plus du double.

L'exploitation des domaines et monopoles de l'Etat produit sensiblement les mêmes sommes, compte tenu que les produits des tabacs ne viennent plus au budget.

RECETTES	1928	1913
(en milliers de francs-or)		
Contributions directes.....	1.632.420	562.815
Taxes assimilées.....	82.740	59.518
Ensemble.....	1.714.160	622.334
Enregistrement.....	768.178	778.399
Timbre.....	370.021	244.060
Impôt sur les opérations de Bourse	78.180	17.464
Impôt sur les valeurs mobilières..	685.947	119.599
Taxe de luxe.....	4.122	»
Douanes.....	735.500	624.589
Contributions indirectes.....	1.313.549	678.122
Impôt sur le chiffre d'affaires....	1.712.434	»
Impôt sur les sucres.....	227.047	186.519
	5.794.982	2.548.755
<i>Produits des monopoles :</i>		
Allumettes.....	49.529	41.906
Briquets.....	906	»
Tabacs.....	»	510.514
Poudres.....	31.198	22.512
P. T. T.....	mémoire	384.901
Divers.....	24.838	8.820
Ensemble.....	106.473	968.655
<i>Domaine de l'Etat :</i>		
Forêts.....	61.602	33.976
Divers.....	27.100	33.995
Ensemble.....	88.702	67.971
Produits divers du budget.....	257.436	67.860
Ressources exceptionnelles.....	68.400	261.850
Recettes d'ordre.....	297.594	98.875
Produits recouvrables en Algérie..	3.387	2.580
TOTAUX.....	8.432.136	4.738.882

DEPENSES	1928 (en milliers de francs-or)	1913 (en milliers de francs-or)
Service de la dette publique :		
Intérêt de la dette consolidée..	936.830	635.832
Intérêt de la dette amortissable	164.042	156.800
Intérêt de la dette flottante...	245.900	114.900
Annuités de divers emprunts..	813.286	195.033
Paieinent pour annuités d'in- demnités et dom. de guerre.	201.300	» »
Pensions de guerre	880.350	» »
Dette viagère	618.264	323.518
Personnel des cultes d'Alsace et de Lorraine	405	» »
Total de l'annuité pour service de la dette publique	4.212.902	1.286.084
Pouvoirs publics	14.759	20.116
Ministère des Finances	348.888	50.732
— de la Justice	49.747	90.342
— des Affaires Etrang. .	36.741	20.120
— de l'Intérieur	124.785	141.961
— de la Guerre	1.242.150	983.224
— de la Marine	510.418	488.941
— de l'Instr. Publique.	47.124	330.918
— du Commerce	513.476	58.519
— du Travail	188.574	106.669
— des Colonies	86.548	105.535
— de l'Agriculture	65.615	39.094
— des Travaux publics et de la Marine Marchande	350.146	340.905
— des Régions libérées.	48.502	» »
— des Pensions	154.868	» »
Frais de régie et de perception des impôts	212.201	649.951
Remboursements, restitution et non-valeurs	47.586	83.507
TOTAL.....	8.305.590	4.738.603

En ce qui concerne maintenant l'équilibre, il est à craindre que le budget ne soit équilibré que sur le papier, l'excédent voté étant insignifiant, 50 millions, 1 pour mille.

Les moins-values d'impôts que nous avons constatées en 1927 vont vraisemblablement s'accroître. En tout cas, les recettes établies sur celles de la pénultième année, en vertu d'une règle excellente en temps normal, moins bonne pour la période présente, sont calculées sur la base de 1926. Mais, en juin 1926, le cours moyen de la livre était de 165,92. Nous sommes aujourd'hui à 124,02. L'indice général des prix de gros atteignait 754, il oscille aujourd'hui autour de 600. 1926 fut l'année de l'inflation et de la chute du franc. 1928 est l'année de la stabilité. Le budget tel qu'il se présente actuellement tiendra-t-il donc? Nous ne nous en sentons pas assurés.

Compte a été tenu des quelques moins-values à peu près certaines, mais par la force des choses ces abattements dans les évaluations ont été faits au « jugé » et un peu au hasard.

Les rentrées constatées pendant l'exercice 1926 ont été réduites, en effet, des sommes suivantes :

Mutations à titre onéreux des fonds de commerce.	45.471.000
— — — d'immeubles	302.394.000
Impôts sur les opérations de bourse.....	33.394.000
Taxes sur les benzols.....	2.681.000
Impôts sur les transports, autres que par voie d'eau, automobiles ou chemins de fer.....	4.319.000
Impôts sur les briquets.....	2.000.000
	390.259.000

Ces approximations hasardées, qui ne sauraient nous inspirer confiance, aboutissent à une économie de 390 millions sur un budget de 42 milliards!

La question reste de savoir si les abattements ont été suffisants et si l'apparition des vaches maigres n'entraînera pas des déceptions dans les rentrées fiscales ?

Or, si nous envisageons, par exemple, le rendement général des impôts en janvier 1928, que voyons-nous ?

D'abord, une moins-value de 118 millions des impôts directs par rapport à janvier 1927. Il n'y a pas lieu de s'en inquiéter, cette diminution provenant de la mise en circulation des rôles moins rapide en 1928 que l'année précédente.

En ce qui concerne les impôts indirects, il y a bien une plus-value apparente sur janvier 1927. Mais le progrès constaté ne correspond pas à une amélioration réelle. La cause en est plutôt dans le fait que la crise avait commencé fin 1926, de sorte que la comparaison des rendements porte sur des recettes déjà réduites.

Dans l'ensemble, on note par rapport aux évaluations budgétaires, un excédent dont la faiblesse est telle qu'elle ne permettrait pas, si elle subsistait, de couvrir les cahiers de crédits supplémentaires qui seront présentés en cours d'exercice. Or, comment escompter un progrès réel lorsqu'on constate, par exemple, qu'un impôt comme la taxe sur le chiffre d'affaires dont on attend un excédent de un milliard en 1928, a donné 35 millions de moins en janvier 1928 qu'en janvier 1927 ?

Aussi tous les spécialistes ont-ils examiné de près

la question de l'équilibre budgétaire de 1928. Presque tous ont exprimé des craintes vives.

A la Commission des Finances de la Chambre, un certain nombre de dépenses ont été votées en septembre-octobre 1927. Il a suffi à M. Poincaré de rappeler la situation précaire de son budget pour amener les auteurs d'amendements eux-mêmes à renoncer à leurs propositions. Et, à la Chambre, le même jeu à eu raison des projets les plus séduisants.

Finalement, un excédent de quelques millions s'est dégagé. Mais en déduisant les fonds nécessaires pour certaines réformes urgentes (relèvement promis des traitements de personnels des P. T. T. (1), travaux d'utilité publique, etc...), la marge d'excédent devient insignifiante. Une marge de 50 millions est fort honorable en période monétaire normale. Mais nous ne sommes pas dans une période monétaire normale et le jeu des rentrées fiscales n'est pas encore stabilisé. Les derniers chiffres publiés sont, au contraire, loin d'être satisfaisants. Certains auteurs n'hésitent pas à écrire que le budget de 1928 est, d'ores et déjà, sûr de se solder par un déficit important.

Dès lors, chacun propose son remède pour asseoir de nouveau sur des bases solides l'équilibre budgétaire défaillant. Il est probable qu'à brève échéance, M. Poincaré sera contraint de faire son choix parmi les divers projets qui lui sont, de toutes parts, proposés. C'est pourquoi nous résumons ici l'une des suggestions qui ont été le plus souvent exposées par l'un de nos hommes politiques les plus compétents.

(1) Rapport de M. de Chappedelaine sur le budget de 1928.

C'est celle qui a été faite par M. le président Caillaux. Il est facile, a-t-il dit dans plusieurs discours, d'alléger le budget en réduisant le rythme trop ambitieux de l'amortissement.

« On exige trop, dit M. Caillaux, d'un pays meurtri par une longue guerre, ayant peine à subvenir à son train de vie quand on lui demande de prélever chaque année 8 à 10 milliards sur ses revenus pour diminuer sa dette ». En même temps, en Belgique, le Gouvernement a pris l'initiative de réduire précisément le rythme d'amortissement de la dette publique. Il a ramené de 1.500 à 1.200 millions la dotation de la Caisse belge d'amortissement pour l'exercice 1928. Une convention nouvelle est intervenue, d'autre part, avec la Banque Nationale pour porter de 4 à 8 ans le délai de remboursement des 2 milliards d'avances à l'Etat qui restent à amortir.

En France, la dotation annuelle pour l'amortissement de notre dette, dépasse 8 milliards. C'est dire que sur 100 francs versés au fisc, 20 vont à l'amortissement des emprunts de l'Etat. Une partie de cette dotation de 8 milliards figure parmi les crédits budgétaires; le reste appartient à la Caisse autonome.

La Caisse autonome a un statut constitutionnel et il faudrait aller à Versailles pour en modifier la dotation. M. Poincaré n'ira certainement pas. Quant aux remboursements qui figurent au budget, ils sont d'ordre contractuel. Ils correspondent au service normal des emprunts émis sous une forme amortissable; ne pas les respecter équivaldrait à violer un contrat formel et pourrait atteindre la confiance nationale.

Entre l'amortissement contractuel et l'amortisse-

ment constitutionnel, se trouve-t-on dès lors enfermé comme dans une impasse. Nous ne le croyons pas.

Si l'amortissement contractuel ne saurait se substituer à l'amortissement constitutionnel, celui-ci ne pourrait-il venir au secours de celui-ci ?

M. Poincaré écrit au sujet de la Caisse autonome :

« Ici aucun plan rigide d'amortissement n'est tracé; l'affectation de ces recettes est exclusivement réglée par le Conseil d'administration de la Caisse qui statue en toute indépendance ».

Théoriquement, la Caisse ne pourrait-elle pas dès lors affecter une partie de ces recettes aux amortissements qui figurent actuellement au budget ? Elle rembourserait à l'aide de ses ressources propres telle série de bons du Trésor ou d'obligations de l'Etat qui viennent à échéance ; elle viendrait ainsi au secours du budget.

Il est certain que cette conception est assez séduisante. Elle pourrait apporter au budget une aisance qu'il a perdue.

Mais il faudrait accompagner cette mesure d'une révision de notre système fiscal. A l'abri des allègements procurés, il faudrait préparer pour le lendemain des recettes substantielles.

Par exemple, il conviendrait une bonne fois de s'attaquer à la poursuite de la fraude. Sa disparition donnerait à notre budget plus qu'on ne croit généralement. Un seul exemple pour le prouver : l'actif net des successions déclarées en France qui s'était élevé en 1913 à 5.531 millions $\frac{1}{2}$, n'a atteint que 9.801 millions $\frac{1}{2}$ en 1925. Alors que la valeur de la monnaie se trouvait diminuée des $\frac{3}{4}$, il n'avait donc augmenté

que de 77 %. Exprimé en or, il ne représentait plus en 1925 que 2.450 millions soit 44 % du chiffre de 1913.

Il y a donc là, certainement, un effort à faire.

De même, en ce qui concerne la révision de notre système fiscal. Par là doit commencer la « réfection » de l'Etat.

C'est seulement, si l'on veut s'y attaquer sérieusement, qu'on a le droit d'adopter la mesure d'attente, que constituerait le ralentissement de l'amortissement. Autrement, on aurait adopté une solution paresseuse, sans vue d'avenir. On aurait inquiété les créanciers de l'Etat et notamment les créanciers étrangers en leur montrant que la facilité continuait d'avoir cours au Ministère des Finances français.

C'est tout autre chose qu'il faut. Qu'on se ménage un répit précieux, c'est bien ; mais il faut savoir l'employer à une révision sérieuse de notre système fiscal. Autrement, rien n'aurait été fait, tout serait bientôt à refaire puisque le déséquilibre social résultant de notre injustifiable répartition d'impôts irait croissant.

Quant à cette indispensable réforme fiscale, ce n'est pas évidemment la place ici d'en dessiner les contours. Nous serons heureux si nous en avons seulement fait sentir l'urgente nécessité.

CONCLUSION

Ainsi se trouve donc clos le cycle des questions que nous voulions examiner dans ce travail. Il ne nous échappe pas, au moment où, du haut de la côte montée, nous envisageons, d'un regard, le chemin parcouru, que nous avons été, à la fois, trop long et trop sommaire.

Trop long, car, au cours d'un ouvrage comme le nôtre, le lecteur peut se perdre dans les méandres de la pensée de l'auteur. Nous nous excusons tout en demandant les plus larges circonstances atténuantes en raison de l'ampleur du sujet.

Mais nous avons été trop sommaire, aussi. C'est ainsi que nous avons dû négliger plus d'une question importante qu'on nous reprochera peut-être d'avoir passée sous silence. Les dettes interalliées, par exemple, n'ont pas eu ici la place que certains pensaient peut-être leur voir attribuer. On comprendra la sélection que nous avons été contraint de faire si l'on se souvient du titre même de notre travail. C'est la seule œuvre du cabinet Poincaré que nous avons voulu décrire et juger ici. Comme celui-ci ne s'est provisoirement pas occupé du problème des dettes, nous n'en avons pas non plus parlé.

Cette méthode expliquera aisément le choix que nous avons fait.

Nous voudrions enfin en quelques lignes rapides, indiquer les conclusions auxquelles nous avons abouti et les pensées essentielles qui nous ont dirigé dans nos recherches.

Cette stabilisation est possible, nous l'avons dit. La plupart des spécialistes tombent aujourd'hui d'accord sur ce point. Le Président du Conseil l'a lui-même indiqué : « La Banque de France détient une réserve considérable (de devises) qui lui donne la maîtrise du marché des changes et qui, à moins de folie financière, nous met désormais à l'abri des surprises dangereuses (1) ».

I

Notre conclusion : il faut stabiliser le franc, il faut le stabiliser tout de suite.

Nous jouissons de la stabilité de fait depuis plus d'un an, mais ce que nous demandons c'est la consécration officielle définitive d'un état de fait précaire.

Tous les pays, les uns après les autres, se sont refait une monnaie après la guerre. La France, seule, reste aujourd'hui encore dans le provisoire.

Alors que nous ne voyons aucun avantage à prolonger la situation actuelle, nous estimons au contraire qu'elle présente des inconvénients multiples. Tout d'abord, elle prolonge l'incertitude et l'insécurité générale, d'où il résulte que nous restons aux prises avec

(1) Chambre, 2 février 1928, *J. O.*, Débats parlementaires, Chambre, 3 février 1928.

la spéculation et que nous courons tous les risques que comporte la bataille au point de vue économique et budgétaire. Il n'y a pas à s'étonner que l'incertitude où nous sommes quant à l'avenir du franc excite et favorise les spéculateurs, nous dirons même qu'elle les provoque.

Par ailleurs, au cours de notre travail, nous avons fréquemment été amené à montrer la nécessité d'une stabilisation aussi rapide que possible, opération nécessaire surtout, nous l'avons dit, au rétablissement économique, donc, par contre-coup, à l'équilibre budgétaire.

Ajoutons que nous voyons un intérêt politique considérable à la stabilisation légale. La vie parlementaire est aujourd'hui suspendue au sort de notre monnaie. Réciproquement, la démagogie s'est emparée de la question financière comme il était inévitable. Celui-ci promet aux rentiers la livre à 100; cet autre, aux industriels, la livre à 150. De tels débats sont préjudiciables au sang-froid que doivent conserver nos dirigeants.

Le jour où le franc sera définitivement établi sur des bases solides, la politique et l'économie reprendront enfin une indispensable liberté réciproque.

En ce qui concerne le taux de dévaluation à adopter, le taux actuel est particulièrement opportun; il a surtout l'avantage de correspondre aux prix actuels. Nos commerçants pourront ainsi rapidement s'adapter (1) et peu à peu les affaires se rétabliront norma-

(1) Nous avons relevé dans l'*Hôtellerie* du 21 octobre 1926, une fort intéressante étude de M. Gaston Maurice, qui, examinant la répercussion de la stabilisation éventuelle au cours

lement sur la nouvelle base. Nous ne pouvons insister plus longuement sur cette stabilisation qui est aujourd'hui attendue si impatiemment par le pays tout entier. Nous avons tenu simplement à en parler brièvement pour compléter de leur couronnement logique l'ensemble des questions posées par l'œuvre financière de M. Poincaré.

Appelé à la gestion de nos finances pour nous rendre une monnaie solide, le Gouvernement actuel a su réunir tous les éléments nécessaires à son succès final. Il peut — donc il doit — aujourd'hui, consacrer par des mesures décisives l'effort accompli.

II

«.....Et si vous me demandez : Le Gouvernement peut-il réussir ? Je vous répondrais : oui..... (Avec son plan) le franc sera redevenu une monnaie droite mais les classes modestes de la nation seront accablées..... »

C. CHABRUN, député,
Octobre 1926.

Enfin, on nous permettra de situer « l'expérience Poincaré » dans l'histoire sociale de notre pays. Au vrai, c'est à cette préoccupation surtout que notre travail a voulu répondre.

de 120 francs la livre, montre d'une façon très intéressante que l'industrie de l'hôtellerie, cependant particulièrement sensible à la disparition de la prime à l'exportation, pourrait fort bien repartir sur les bases nouvelles du franc-papier cristallisé au 1/5^e de sa valeur d'avant-guerre.

En présence d'un redressement monétaire dont les heureux aspects sont incontestables, nous nous sommes demandés ce que valaient les résultats obtenus et quelles étaient leurs chances de durée.

Résultats tellement subits, en vérité, et tellement inattendus, nous dirons même tellement inespérés, qu'on se demande s'ils sont destinés à subsister. Résultats accompagnés aussi de tant d'inconvénients parfois, qu'on hésite à dire si l'actif balance le passif et si, somme toute, l'expérience a été favorable.

Avec la plupart des économistes, nous répondons affirmativement. Nous estimons que la stabilisation du franc, objectif essentiel — objectif unique — du Ministère peut être aujourd'hui décrétée sans danger et avec le maximum de chances de succès. Notre opinion, basée sur toutes les raisons que notre lecteur a eu le loisir de juger, est, pensons-nous, impartiale.

Mais les pages qui précèdent en même temps qu'elles énuméraient des raisons de confiance dans l'avenir, accumulaient nos réserves sur les méthodes mises en œuvre pour atteindre le but. Nous savons maintenant quelles déceptions et quelles souffrances M. Poincaré a laissées sur sa route.

Disons d'ailleurs, qu'il est admirable de voir avec quelle patience le pays les a supportées. Avec une claire vision de ses intérêts, il s'est rendu compte qu'on allait au désastre, si la politique facile persistait et c'est pourquoi il a accepté tous les sacrifices qu'on lui a demandés. Pour obtenir l'assainissement de sa monnaie, il s'est imposé la sévère discipline de la « grande pénitence » et c'est ainsi qu'il a été le meilleur auxiliaire du Président du Conseil.

Ses représentants aussi — pourquoi ne pas le dire ? — méritent des éloges. Partisans de M. Poincaré ou adversaires ont convenu d'un pacte tacite pour « laisser l'expérience se faire ». On a pu dire, et très justement, que le Gouvernement n'aurait pu mener à bien sa tâche, si l'opposition militante qui avait été faite contre certains gouvernements précédents, avait été continuée contre lui.

Il nous semble que c'est là une affirmation difficilement contestable et ceci est tout à l'honneur d'une opposition que la passion n'aveuglait pas au point de lui faire perdre de vue l'intérêt national.

Il est vrai qu'un parlementaire spirituel a dit récemment au Sénat que la finance est l'une de ces matières où la liberté de conscience n'existe pas.

Une telle conception ne peut recevoir notre aval.

C'est que sous les nombres froids, se cachent des réalités humaines et vivantes. Tandis qu'il alignait des colonnes de chiffres et que ses experts cherchaient quels impôts on pourrait bien encore augmenter, M. Poincaré aurait pu sentir, s'il y avait prêté l'oreille, palpiter la vie réelle du pays qu'il écrasait. Mais il n'a pas vu s'effacer doucement les fumées des usines, s'éteindre les hauts fourneaux et s'arrêter les marteaux pilons ; il n'a pas vu se ralentir les extractions de nos mines et les importations de nos industriels ; il n'a pas vu, dans nos ports, s'endormir paresseusement les paquebots et, sur les lignes de nos chemins de fer, se réduire le nombre de voyageurs et les quantités de marchandises. Il n'a vu ni les commerçants sans clients, ni les salariés sans travail ; il n'a vu ni la misère, ni le chômage, ni les faillites...

Or, ce n'est pas en un pareil domaine que la fin justifie les moyens.

Nous, nous avons voulu savoir quelles ont été exactement les répercussions sociales de sa politique financière. Nous avons voulu traduire en langage clair les bilans et les budgets. Nous avons voulu établir qui a payé les impôts, qui a gagné à la hausse du franc, qui a souffert de la crise économique, qui a chômé, qui bénéficiera demain de la stabilisation.

Une logique très nette s'est dégagée de notre enquête : M. Poincaré a emprunté la voie la plus aisée sans se rendre compte qu'il allait écraser les classes sociales les plus intéressantes, les classes productives. Longtemps encore, le pays souffrira du choix que, dans une heure cruciale, M. Poincaré a fait.

Nous croyons fermement qu'une autre alternative s'offrait, plus difficile peut-être, car elle heurtait des intérêts bien assis, mais plus équitable — ce qui suffirait à nous la faire préférer.

La guerre — en plus des souffrances qu'elle a directement provoquées — par ses suites financières et la façon dont grâce à M. Poincaré, il y a été fait face — aura donc augmenté le déséquilibre autrefois déjà choquant d'une répartition inégale. C'est tout autre chose que nous aurions aimé voir faire.

Mais ces critiques graves ne portent pas, nous en convenons volontiers, sur l'aspect technique du travail de M. Poincaré. Dans ce domaine, loin de critiquer, nous admirons. Nous n'avons pas dissimulé, au cours de notre ouvrage, combien nous avons apprécié la dextérité, l'ingéniosité, la sûreté qui assurèrent finalement le succès. Ce que nous n'avons pu dire c'est

non seulement la probité et la droiture que chacun lui reconnaît, mais aussi l'intelligence, l'autorité, le sang-froid de l'homme qui sut en un jour difficile prendre des responsabilités écrasantes : c'est la ténacité, le labeur infatigables de celui qui a rendu à ce pays une monnaie dont la valeur s'évanouissait progressivement tandis que défilaient les ministres. Et l'on regrette, en vérité, que de telles capacités n'aient pas été mises au service d'un programme plus juste, plus social et plus humain.

Une fois de plus, hélas, notre République politiquement démocratique n'a pas été économiquement équitable. La sûreté technique, la réussite même de M. Poincaré ne peuvent nous faire oublier les injustices commises ou accrues. Demain, sur le nouveau terrain d'un franc restauré, de finances rétablies, d'une vie économique renaissante, il faudra donc reprendre le programme qui réalisera enfin, jusque dans le domaine de l'économique, la vraie République égale et sociale. Puisse ce programme apporter à la France, dans la sérénité d'une paix acquise au prix de tant de souffrances, la prospérité et la justice dont elle a besoin...

Paris, octobre 1927-février 1928.

VU : le Président,

W. OUALID.

VU : le Doyen,

H. BERTHELEMY.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Le Recteur de l'Académie de Paris,

J. CHARLETY

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
DOCUMENTATION	v
AVANT-PROPOS	1

HISTORIQUE

Nos finances pendant la guerre. La politique d'après-guerre. L'expérience de 1924-25. Les inflations de 1925. Le second ministère Herriot.....	5
--	---

PREMIERE PARTIE

<i>La période de préparation.</i> La stabilité relative des changes pendant le 3 ^e trimestre 1926.....	23
I. L'échéance de Juillet.....	24
II. L'amélioration de la Trésorerie en août et septembre	26
III. La loi du 3 août 1926.....	29
Appendice : La fusion de l'Enregistrement et des Contributions directes	40
IV. L'outillage du redressement, les lois organiques du Gouvernement Poincaré.....	42

DEUXIEME PARTIE

<i>Le redressement du franc</i>	45
I. Pourquoi a-t-on revalorisé avant de stabiliser ? La monnaie et les prix. Discussion théorique....	46
II. La hausse du franc pendant le 4 ^e trimestre 1926. Le barrage à la hausse du franc. Pourquoi a-t-on arrêté la revalorisation ?.....	53
III. La technique de la hausse du franc. La loi du 7 août 1926. Comment la spéculation étrangère	

TABLE DES MATIÈRES

319

Pages

fournissait à la Banque de France à la fois les devises qu'elle achetait et les francs nécessaires pour les acheter. Comment la Banque a découragé la spéculation. La politique de l'or. L'équilibre du marché des changes. L'hypothèse d'un revirement de la spéculation.....	61
IV. Le bilan provisoire de la hausse du franc. Le Trésor. Le spéculateur étranger. Le spéculateur français. Conclusion	83

TROISIEME PARTIE

<i>Le passif de l'Etat</i>	89
I. La gestion de la dette à court terme. La caisse d'amortissement. L'exemple anglais. La valeur financière des caisses d'amortissement. La loi du 10 août 1926. La consolidation progressive de la dette flottante. La diminution du taux de l'intérêt. Les échéances du Trésor. Les emprunts de consolidation. La situation de la caisse à la fin de 1927. La régularisation de ses émissions. La consolidation a eu le pas sur l'amortissement. Le total de la dette a plutôt augmenté. Le coût des emprunts de consolidation.....	89
II. Le Trésor et les comptes courants à vue. Le pléthore d'argent frais. Les comptes courants. L'emprunt des « ponctions » de juin-juillet 1927. Ses résultats. L'abondance monétaire à la fin de l'année 1927. Hypothèse du retrait massif des dépôts. Le bilan du Trésor.....	109
Appendice : La Trésorerie extérieure, les ressources du plan Dawes.....	136
III. Les avances à l'Etat et la Banque de France. Les avances sont-elles une dette de l'Etat ? En tout cas il convient de les amortir. La valeur du billet de banque. La stabilisation est possible.....	144

QUATRIEME PARTIE

<i>Les conséquences économiques</i>	155
I. Les prix. La rencontre du graphique des changes et du graphique des prix. Une politique des prix.	158

	Pages
II. Les conditions de la production. Disparition de de la prime à l'exportation. Les impôts. Le taux des transports. Le régime douanier. L'incertitude générale	177
III. Le commerce extérieur et la balance des comptes.	185
IV. La production et les transports. Industries houillère, textile, métallurgique, etc... Les transports.	197
V. Le chômage et les salaires. Le chômage complet et le chômage partiel. Chômage secouru et chômage réel. Le maximum. Les remèdes divers : secours, politique vis-à-vis des travailleurs étrangers, la durée de la journée de travail. La baisse des salaires. Les traitements des fonctionnaires.	211
VI. La Bourse et la Banque. Les valeurs françaises (rentes, actions). Les émissions. Le taux de l'intérêt	238
VII. Conclusions. Les suggestions des experts pour remédier à la crise.....	255

CINQUIÈME PARTIE

<i>La politique budgétaire</i>	261
I. Les moins-values d'impôts et du budget 1927..	261
II. La fiscalité excessive : l'impôt sur les chemins de fer, l'impôt sur la première mutation immobilière, l'impôt sur les valeurs immobilières.....	267
III. Le budget de 1928 et les moyens proposés pour assurer son équilibre : réduction de l'effort d'amortissement	292

CONCLUSION

I. Stabilisation	310
II. Conclusions générales	312

